

Tilburg University

De Collateral Richtlijn

Diamant, J.

Publication date:
2015

Document Version
Publisher's PDF, also known as Version of record

[Link to publication in Tilburg University Research Portal](#)

Citation for published version (APA):
Diamant, J. (2015). *De Collateral Richtlijn: Een rechtsvergelijkende studie naar de implementatie van de goederenrechtelijke aspecten van de Collateral Richtlijn*. [Tilburg University]. Wolters Kluwer.

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

De Collateral Richtlijn

Recht en Praktijk – Financieel Recht

Onder redactie van prof.mr. D. Busch en mr. F.M.A. 't Hart

FR1. M. Nelemans, Het verbod van marktmanipulatie

FR2. G.R. Boshuizen en B.H. Jager, Verzekerd van toezicht - 2e druk

FR3. B. Bierens, Revindicatoire aanspraken op giraal geld

FR4. E.L.A. van Emden, E.A.L. van Emden, Bankgarantie - 7e druk

FR5. K. Frielink, M. van Eersel, Toezicht trustkantoren in Nederland - 2e druk

FR6. L.J. Silverentand (red.), B. Bierman, F.W.J. van der Eerden, P. Heemskerk,

J. Sprecher, Hoofdlijnen Wft, 2e druk

FR7. R.E. van Esch, Giraal betalingsverkeer / Elektronisch betalingsverkeer – 3e druk

FR8. J.M. van Poelgeest, Kredietverstrekking aan consumenten

FR9. E. van den Ing, Markttoegang financiële dienstverleners Wft

FR10. K.A. Kralj, De prospectusplicht

FR11. M. van Eersel, Handhaving in de financiële sector

FR12. J. Diamant, De Collateral Richtlijn

Ontwerp omslag: Bert Arts bNO

ISBN 978 90 1312746 1

ISBN 978 90 1312747 8 (E-book)

NUR 827-295

© 2014, J. Diamant

Alle rechten voorbehouden. Niets uit deze uitgave mag zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van de uitgever worden veeleenvoudigd of openbaar gemaakt.

Voor zover het maken van kopieën uit deze uitgave is toegestaan op grond van artikel 16h t/m 16m Auteurswet jo. het Besluit van 27 november 2002, Stb. 575, dient men de daarvoor verschuldigde wettelijke vergoeding te voldoen aan de Stichting Reprorecht (Postbus 3051, 2130 KB Hoofddorp).

Hoewel aan de totstandkoming van deze uitgave de uiterste zorg is besteed, aanvaarden de auteur(s), redacteur(en) en uitgever(s) geen aansprakelijkheid voor eventuele fouten en onvolkomenheden, noch voor gevolgen hiervan.

Kluwer BV legt de gegevens van abonnees vast voor de uitvoering van de (abonnements)overeenkomst. De gegevens kunnen door Kluwer, of zorgvuldig geselecteerde derden, worden gebruikt om u te informeren over relevante producten en diensten. Indien u hier bezwaar tegen heeft, kunt u contact met ons opnemen.

Op alle uitgaven van Kluwer zijn de algemene leveringsvoorwaarden van toepassing. Deze kunt u lezen op www.kluwer.nl of opvragen bij onze klantenservice.



Zie inhoud van deze uitgave ook op:
www.kluwernavigator.nl



Kluwer **NAVIGATOR**

DE COLLATERAL RICHTLIJN

Een rechtsvergelijkende studie naar de implementatie van de goederenrechtelijke aspecten van de Collateral Richtlijn

THE COLLATERAL DIRECTIVE

A comparative study on the implementation of the property law aspects of the Collateral Directive

Proefschrift

ter verkrijging van de graad van doctor
aan Tilburg University
op gezag van de rector magnificus,
prof. dr. Ph. Eijlander,
in het openbaar te verdedigen ten overstaan van een
door het college voor promoties aangewezen commissie
in de aula van de Universiteit

op woensdag 21 januari 2015 om 14.15 uur

door

Jael Diamant
geboren op 2 maart 1985 te Haarlem

Promotores: prof. mr. R.M. Wibier
prof. mr. V. Mak

Overige leden van de Promotiecommissie:
prof. mr. C.E. du Perron
prof. mr. W.A.K. Rank
prof. dr. V. Sagaert
prof. mr. F.M.J. Verstijlen
prof. mr. R.D. Vriesendorp

Inhoud

1	INLEIDING	1
1.1	Achtergronden en onderwerp van het onderzoek	1
1.2	Vraagstelling en aanpak van het onderzoek	4
1.3	Afbakening en beperkingen van het onderzoek	6
1.4	Terminologie	7
1.5	Plan van behandeling	8
2	ZEKERHEID OP GIRALE ACTIVA	9
2.1	Inleiding	9
2.2	Zekerheid, geld en effecten	9
2.2.1	Zekerheid	9
2.2.2	Geld	11
2.2.3	Effecten	12
2.2.3.1	Inleiding	12
2.2.3.2	De verschillende verschijningsvormen van effecten	12
2.2.3.2.1	Effecten aan toonder en effecten op naam	12
2.2.3.2.2	Immobilisatie en dematerialisatie	14
2.2.3.3	Effecten in de zin van de Collateral Richtlijn	15
2.3	Zekerheid op girale activa in de financiële praktijk	18
2.3.1	Inleiding	18
2.3.2	<i>Repurchase agreements</i>	19
2.3.2.1	Wat zijn <i>repurchase agreements</i> ?	19
2.3.2.2	Wie zijn partij bij een <i>repurchase agreement</i> ?	19
2.3.2.3	Gestandaardiseerde raamovereenkomsten voor repo's	20
2.3.2.4	De Global Master Repurchase Agreement	21
2.3.3	<i>Securities lending agreements</i>	22
2.3.3.1	Wat zijn <i>securities lending agreements</i> en wie zijn daarbij partij?	22
2.3.3.2	Gestandaardiseerde raamovereenkomsten voor <i>securities lending agreements</i>	23
2.3.4	Zekerheid op girale activa in het kader van derivatenovereenkomsten	23
2.3.4.1	Derivatenovereenkomsten	23
2.3.4.2	Zekerheidsarrangementen in het kader van derivatenovereenkomsten	24
2.3.4.2.1	Op de beurs verhandelbare derivaten	24
2.3.4.2.2	OTC-derivaten	25
2.4	Zekerheid op kredietvorderingen	26
2.5	Conclusie	28

3	HARMONISATIE VAN HET RECHT BETREFFENDE ZEKERHEID OP GIRALE ACTIVA	31
3.1	Inleiding	31
3.2	De Finaliteitsrichtlijn	31
3.3	Totstandkoming van de Collateral Richtlijn	33
3.3.1	De roep om harmonisatie van het recht betreffende zekerheid op girale activa vanuit de praktijk	33
3.3.2	Het Actieplan Financiële Diensten	35
3.3.3	Doelen van de Collateral Richtlijn	36
3.4	Probleempunten bij (grensoverschrijdende) zekerheid op girale activa	37
3.5	De keuze voor een richtlijn	43
3.6	De Collateral Richtlijn: harmonisatie van het recht betreffende zekerheid op girale activa	45
3.7	Het ontbreken van een erkenningsclausule	48
3.8	Conclusie	50
 4	 INLEIDENDE BESCHOUWINGEN OVER (DE IMPLEMENTATIE VAN) DE COLLATERAL RICHTLIJN	 53
4.1	Inleiding	53
4.2	Algemene opmerkingen omtrent implementatie van de Collateral Richtlijn	53
4.2.1	Belgisch recht	53
4.2.2	Duits recht	53
4.2.3	Nederlands recht	54
4.2.4	Engels recht	55
4.3	Het toepassingsbereik van de Collateral Richtlijn en de implementatiewetgeving	55
4.3.1	Het toepassingsbereik van de Collateral Richtlijn	55
4.3.1.1	Inleiding	55
4.3.1.2	Voorwaarde (i): zekerheid	55
4.3.1.3	Voorwaarde (ii): financiële activa	57
4.3.1.4	Voorwaarde (iii): de hoedanigheid van de zekerheidsgever en zekerheidsnemer	57
4.3.1.5	Voorwaarde (iv): ‘bezit of controle’ door de zekerheidsnemer	61
4.3.1.6	Voorwaarde (v): bepaalbaarheids- en schriftelijkheidsvereiste	62
4.3.1.7	Conclusie	62
4.3.2	Implementatie van de derde toepassingsvoorwaarde: het personele toepassingsbereik	63
4.3.2.1	Inleiding	63
4.3.2.2	Belgisch recht	64
4.3.2.3	Duits recht	64
4.3.2.4	Nederlands recht	65
4.3.2.5	Engels recht	66
4.3.2.6	Uitbreiding van het personele toepassingsbereik mogelijk?	66
4.3.2.7	Conclusie	67
4.4	Het begrip ‘financiële zekerheidsovereenkomst’	68
4.4.1	Het begrip ‘financiële zekerheidsovereenkomst’ in het Belgische, Duitse en Nederlandse recht	68

4.4.2	Het begrip ‘financiële zekerheidsovereenkomst’ in het Engelse recht	74
4.5	Conclusie	75
5	HET FORMALITEITENVERBOD	77
5.1	Inleiding	77
5.2	Zekerheid op girale activa vóór implementatie van de Collateral Richtlijn	77
5.2.1	Zekerheid op girale activa naar Belgisch recht	77
5.2.1.1	Giraal geld	77
5.2.1.2	Girale effecten	81
5.2.2	Zekerheid op girale activa naar Duits recht	83
5.2.2.1	Giraal geld	83
5.2.2.2	Girale effecten	84
5.2.3	Zekerheid op girale activa naar Nederlands recht	87
5.2.3.1	Giraal geld	87
5.2.3.2	Girale effecten	89
5.2.4	Zekerheid op girale activa naar Engels recht	91
5.2.4.1	Beperkte zekerheidsrechten op girale activa	91
5.2.4.2	<i>Attachment</i> van een beperkt zekerheidsrecht op girale activa	93
5.2.4.2.1	Giraal geld	93
5.2.4.2.2	Girale effecten	94
5.2.4.3	<i>Perfection</i> van een <i>mortgage</i> of <i>charge</i> op girale activa	96
5.2.4.4	Overdracht tot zekerheid van girale activa	97
5.2.5	Tussenconclusie	98
5.2.5.1	Giraal geld	98
5.2.5.2	Girale effecten	100
5.3	Het verbod op formaliteiten	100
5.4	Implementatie van het verbod op formaliteiten	101
5.4.1	Belgisch recht	101
5.4.2	Duits recht	102
5.4.3	Nederlands recht	103
5.4.4	Engels recht	104
5.5	Conclusie	105
6	HET CONTROLEVEREISTE	107
6.1	Inleiding	107
6.2	Het controlevereiste	107
6.2.1	Het controlevereiste in de (ontwerp-)Collateral Richtlijn	107
6.2.2	Het controlevereiste in de context van gestandaardiseerde raamovereenkomsten	110
6.2.3	Discussies omtrent het controlevereiste	111
6.3	Implementatie van het controlevereiste	112
6.3.1	Belgisch recht	112
6.3.2	Duits recht	119
6.3.3	Nederlands recht	121
6.3.4	Engels recht	128
6.3.5	Conclusie	135
6.4	Richtlijnconforme interpretatie van het controlevereiste	136

6.4.1	Inleiding	136
6.4.2	De bewoordingen van de richtlijn	137
6.4.3	Het doel van het controlevereiste	139
6.4.4	Het vereiste van ‘control’ in de Amerikaanse <i>Uniform Commercial Code</i>	143
6.4.5	Eigen opvatting	146
6.5	Conclusie	149
7	HET GEBRUIKSRECHT	153
7.1	Inleiding	153
7.2	Herkomst van het gebruiksrecht	154
7.2.1	Inleiding	154
7.2.2	<i>Prime brokerage agreements</i>	154
7.2.3	Door New Yorks recht beheerste ISDA Credit Support Documents	155
7.3	Het gebruiksrecht vóór implementatie van de Collateral Richtlijn	157
7.3.1	Belgisch recht	157
7.3.2	Duits recht	158
7.3.2.1	Het <i>pignus irregulare</i>	158
7.3.2.2	De bevoegdheid van de intermediair om effecten te ‘gebruiken’	161
7.3.3	Nederlands recht	162
7.3.4	Engels recht	163
7.3.5	Conclusie	165
7.4	Het gebruiksrecht in de Collateral Richtlijn	166
7.4.1	De introductie van het gebruiksrecht in de Collateral Richtlijn	166
7.4.2	Inhoud en reikwijdte van het gebruiksrecht	167
7.4.3	De verplichting tot overdracht van gelijkwaardige goederen	168
7.4.4	Overdracht van gelijkwaardige girale activa vóór de datum waarop de verzekerde verplichting dient te worden nagekomen (art. 5 lid 3 en 4 Collateral Richtlijn)	169
7.4.5	Geen overdracht van gelijkwaardige girale activa vóór de datum waarop de verzekerde verplichting dient te worden nagekomen (art. 5 lid 2, tweede zin en lid 5 Collateral Richtlijn)	171
7.5	De keerzijde van het gebruiksrecht	173
7.6	De juridische constructie van het gebruiksrecht	176
7.6.1	Onduidelijkheid over de gevolgen van uitoefening van het gebruiksrecht	176
7.6.2	De machtigingsconstructie	176
7.6.3	De overdrachtsconstructie	177
7.6.4	Tussenbalans	179
7.7	Implementatie van het gebruiksrecht in het nationale recht	180
7.7.1	Belgisch recht	180
7.7.2	Duits recht	182
7.7.3	Nederlands recht	183
7.7.3.1	De implementatie van het gebruiksrecht in het Nederlandse recht	183

7.7.3.2	De positie van de zekerheidsgever na uitoefening van het gebruiksrecht	186
7.7.3.2.1	De gevolgen van uitoefening van het gebruiksrecht	186
7.7.3.2.2	Het voorrecht van de pandgever	188
7.7.4	Engels recht	190
7.7.4.1	Implementatie van het gebruiksrecht in het Engelse recht	190
7.7.4.2	De positie van de zekerheidsgever na uitoefening van het gebruiksrecht	192
7.8	Conclusie	193
8	DE OVERDRACHT TOT ZEKERHEID VAN GIRALE ACTIVA	197
8.1	Inleiding	197
8.2	Van beperkte zekerheidsrechten naar overdracht tot zekerheid (<i>outright transfer</i>)	197
8.3	Het <i>recharacterisation risk</i> en de ongeldigheid van de overdracht tot zekerheid	199
8.4	De overdracht tot zekerheid vóór implementatie van de Collateral Richtlijn	201
8.4.1	Belgisch recht	201
8.4.1.1	Overdracht tot zekerheid naar Belgisch recht	201
8.4.1.2	De overdracht tot zekerheid van vorderingen (het <i>Sart-Tilman</i> -arrest)	202
8.4.1.3	De overdracht tot zekerheid van financiële instrumenten en gelden	204
8.4.1.4	Nogmaals: de overdracht tot zekerheid van vorderingen (het arrest van 4 april 2003 en 3 december 2010)	205
8.4.1.5	Conclusie	207
8.4.2	Duits recht	208
8.4.2.1	De overdracht tot zekerheid naar Duits recht	208
8.4.2.2	<i>Sicherungsübertragung</i> als <i>treuhänderische Sicherheit</i>	208
8.4.2.3	De bijzondere behandeling van de <i>Sicherungsübertragung</i> bij insolventie	210
8.4.2.4	<i>Uneingeschränkte Vollrechtsübertragung</i>	212
8.4.2.5	Conclusie	213
8.4.3	Nederlands recht	213
8.4.3.1	De overdracht tot zekerheid naar Nederlands recht: art. 3:84 lid 3 BW	213
8.4.3.2	Nuancering van het verbod tot zekerheidsoverdracht: het <i>Sogelease</i> -arrest	214
8.4.3.3	Blijvende onzekerheid over de geldigheid van de overdracht tot zekerheid van girale activa	216
8.4.3.4	Het repo-wetje	218
8.4.3.5	Conclusie	219
8.4.4	Engels recht	220
8.4.4.1	De overdracht tot zekerheid naar Engels recht: <i>mortgage</i> en <i>outright transfer</i>	220
8.4.4.2	Het <i>recharacterisation risk</i>	221
8.4.4.3	Het <i>recharacterisation risk</i> bij de overdracht tot zekerheid van girale activa	222

8.4.4.4	Conclusie	223
8.5	Art. 6 Collateral Richtlijn	223
8.6	Implementatie van art. 6 Collateral Richtlijn	227
8.6.1	Belgisch recht	227
8.6.2	Duits recht	229
8.6.3	Nederlands recht	230
8.6.3.1	Art. 7:55, eerste zin BW	230
8.6.3.2	Kritiek op (de formulering van) art. 7:55, eerste zin BW	232
8.6.3.3	Art. 7:55, tweede zin BW	232
8.6.3.4	Kritiek op art. 7:55, tweede zin BW	233
8.6.4	Engels recht	234
8.6.4.1	<i>Title transfer financial collateral arrangement</i>	234
8.6.4.2	Het <i>recharacterisation risk</i>	234
8.6.5	Conclusie	235
8.7	Conclusie	235
9	SLOTBESCHOUWING	237
9.1	Inleiding	237
9.2	Stelling (i): ‘De Collateral Richtlijn sluit aan op het door de financiële praktijk tot stand gebrachte juridisch kader voor zekerheid op girale activa.’	237
9.3	Stelling (ii): ‘Het is van belang te erkennen dat de (geconcipieerde) problemen waarvoor de Collateral Richtlijn een oplossing biedt, een Anglo-Amerikaanse achtergrond hebben.’	239
9.3.1	Inleiding	239
9.3.2	Het buiten toepassing laten van <i>perfection requirements</i> (art. 3 Collateral Richtlijn)	239
9.3.3	Het uitbannen van het <i>recharacterisation risk</i> (art. 6 Collateral Richtlijn)	241
9.4	Stelling (iii): ‘Het is van belang te erkennen dat door de Collateral Richtlijn nieuw geïntroduceerde concepten van Anglo-Amerikaanse herkomst zijn.’	243
9.4.1	(De juridische constructie van) het gebruiksrecht (art. 5 Collateral Richtlijn)	243
9.4.2	Het controlevereiste (art. 1 lid 5 jo. art. 2 lid 2 Collateral Richtlijn)	246
9.5	Afsluiting en vooruitblik	248
	Samenvatting	251
	Summary	259
	Lijst van verkort aangehaalde literatuur	267
	Trefwoordenregister	285
	Curriculum vitae	291

1 | Inleiding

1.1 Achtergronden en onderwerp van het onderzoek

Onderpand in de vorm van giraal geld en/of girale effecten (hierna: ‘girale activa’) wordt in de praktijk aangeduid als ‘*collateral*’. ‘*Collateral arrangements*’ of, in het Nederlands, financiële zekerheidsarrangementen zijn arrangementen waarbij deze activa in zekerheid worden gegeven.¹

Girale activa worden veelal door en aan banken en andere grote partijen die actief zijn op de financiële markten, zoals verzekeraars, beleggingsinstellingen,² centrale banken, bepaalde overheden en grote ondernemingen (hierna tezamen: ‘financiële marktpartijen’), in zekerheid gegeven. Zo verlangt een centrale bank, wanneer zij krediet verstrekt aan een commerciële bank, zekerheid in de vorm van effecten (of andere goederen, zoals kredietvorderingen) voor de terugbetaling van het krediet. Commerciële banken verstrekken elkaar ook onderling krediet en willen regelmatig tot zekerheid van de terugbetaling van dat krediet zekerheid in de vorm van effecten ontvangen. Het in zekerheid geven van effecten geschiedt in beide gevallen vaak door middel van een *repurchase agreement* (of kortweg: repo).³

Een ander voorbeeld van een financieelzekerheidsarrangement is de overdracht tot zekerheid van of de vestiging van een beperkt recht op girale activa ter securering van verplichtingen die voortvloeien uit een *securities lending agreement*. Dit is een overeenkomst waarbij de ene partij, bijvoorbeeld een

1 Vgl. de definitie van ‘*collateral arrangement*’ in het rapport van de ISDA (‘*Collateral Arrangements in the European Financial Markets. The Need for a Law Reform*’, maart 2000, beschikbaar via http://www.isda.org/c_and_a/pdf/NeedLawReform.pdf), p. 2-3: ‘*A collateral arrangement, broadly defined, is an arrangement under which one party (the collateral giver) delivers some form of property, typically securities and/or cash, to another party (the collateral taker) and agrees that the collateral taker may use that property, in the event of a default by the collateral giver, to satisfy outstanding obligations of the collateral giver to the collateral taker.*’

2 Een beleggingsinstelling biedt de mogelijkheid tot deelneming in een vermogen ter collectieve belegging teneinde de deelnemers in de opbrengst van beleggingen te doen delen. Beleggingsinstellingen worden onderscheiden in instellingen voor collectieve belegging (hierna: ‘ICBE’s’) en alternatieve beleggingsinstellingen. ICBE’s zijn instellingen die beleggen in liquide financiële activa met toepassing van het beginsel van risicospreiding, die de te beleggen gelden verkrijgen van het publiek en waarvan de rechten van deelneming op verzoek van de houders ten laste van de activa van deze instellingen direct of indirect worden ingekocht of terugbetaald (art. 1 lid 2 Richtlijn 2009/65/EG van het Europees Parlement en de Raad van 13 juli 2009 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe’s) (herschikking), *PbEU* 2009 L 302/97 (hierna: ‘ICBE-richtlijn’)). Een alternatieve beleggingsinstelling is een instelling voor collectieve belegging die bij een reeks beleggers kapitaal ophaalt om dit overeenkomstig een bepaald beleggingsbeleid in het belang van deze beleggers te beleggen en niet vergunningsplichtig is uit hoofde van ICBE-richtlijn (art. 4 lid 1 sub a Richtlijn 2011/61/EU van het Europees Parlement en de Raad van 8 juni 2011 inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen en tot wijziging van de Richtlijnen 2003/41/EG en 2009/65/EG en van de Verordeningen (EG) nr. 1060/2009 en (EU) nr. 1095/2010, *PbEU* 2011 L 174/1 (hierna: ‘AIFM-richtlijn’)).

3 Zie over *repurchase agreements* meer uitgebreid § 2.3.2.

verzekeraar, effecten tegen een vergoeding in verbruikleen geeft aan een andere partij, bijvoorbeeld een bank. Ter securering van de verplichting tot overdracht van effecten die gelijkwaardig zijn aan de in verbruikleen gegeven effecten, draagt de bank (zekerheidsgever) geld of andere effecten over aan de verzekeraar (zekerheidsnemer). Ook in het kader van een derivatenovereenkomst – een overeenkomst waarbij de verplichtingen van partijen afhankelijk zijn van onderliggende goederen, een koers of een index – wordt regelmatig zekerheid verstrekt in de vorm van girale activa.⁴

De totale waarde die is belichaamd in de zojuist genoemde financiële transacties is overweldigend. Uit cijfers van de International Capital Market Association (hierna: 'ICMA') blijkt dat de totale waarde van openstaande geldelijke verplichtingen (*cash leg*) uit hoofde van *repurchase agreements* op 11 december 2013 € 5.499 miljard bedroeg.⁵ Dat is ruim 40% van het bruto binnenlands product van de gehele EU⁶ en een duidelijke toename ten opzichte van het eerste *European repo market survey*, dat (de voorloper van) de ICMA uitvoerde in juni 2001. Toentertijd was de waarde van *repurchase agreements* € 1,863 miljard.⁷ De geschatte waarde van de goederen die in zekerheid zijn gegeven in het kader van bilaterale OTC-derivaten⁸ is volgens rapporten van de International Swaps and Derivatives Association (hierna: 'ISDA') gestegen van \$ 250 miljard in 2000 tot \$ 3.200 miljard eind 2013.⁹ De omvang van de totale waarde die belichaamd is in OTC-derivaten is nog vele malen groter. De nominale waarde van OTC-derivaten bedroeg volgens de Bank for International Settlements (hierna: 'BIS')¹⁰ eind 2013 \$ 710 biljoen.¹¹ Dat is meer dan vijftig keer het BBP van de gehele EU. Uit statistieken van de Europese Centrale Bank (hierna: 'ECB') blijkt ten slotte dat de waarde van de activa die in zekerheid zijn gegeven aan het Eurosysteem – dat is de ECB en de nationale centrale banken die de euro als munteenheid geaccepteerd hebben – in het kader van monetaire beleidsoperaties,

4 Zie over *securities lending agreements* nader § 2.3.3 en over (zekerheidsarrangementen in het kader van) derivatenovereenkomsten § 2.3.4.

5 ICMA, 'European repo market survey', december 2013, p. 4, raadpleegbaar via <http://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/short-term-markets/Repo-Markets/repo/latest>.

6 Het BBP van de EU bedroeg in 2013 € 13.069,7 miljard. Cijfers over het Europese BBP zijn beschikbaar via <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/refreshTableAction.do?tab=table&plugin=1&pcode=tec00001&language=en>.

7 ISMA, 'European repo market survey', juni 2001, p. 6, raadpleegbaar via de in voetnoot 5 (hoofdstuk 1) genoemde link. Aangetekend dient echter te worden dat sinds het uitbreken van de financiële crisis in 2008 de totale waarde van openstaande verplichtingen uit *repurchase agreements* licht is gedaald.

8 'OTC' staat voor *over the counter*. OTC-derivaten zijn derivaten die niet via een beurs worden aangegaan, vgl. de definitie van '*over the counter*' in 'A glossary of terms used in payments and settlement systems', opgesteld door de Bank for International Settlements in 2003 (hierna: 'BIS Glossary 2003'): '*a method of trading that does not involve an exchange. In over-the-counter markets, participants trade directly with each other, typically through telephone or computer links*'. De BIS Glossary 2003 is een verklarende woordenlijst van begrippen die worden gebruikt in verband met het girale betalings- en effectenverkeer. Zij is beschikbaar via <http://www.bis.org/cpmi/publ/d00b.pdf>.

9 ISDA, 'ISDA Margin Survey 2001', p. 17 en ISDA, 'ISDA Margin Survey 2014', april 2014, p. 3. De *Margin Surveys* worden jaarlijks uitgevoerd om een beeld te krijgen van het gebruik van onderpand in verband met derivatenovereenkomsten. Zij zijn beschikbaar via <http://www.isda.org/statistics/marginsurveys.html> en <http://www2.isda.org/functional-areas/research/surveys/margin-surveys>.

10 De BIS is – volgens de door BIS op haar website gepubliceerde informatie, zie <http://www.bis.org/about/index.htm> – een internationale financiële organisatie die tot doel heeft de centrale banken te ondersteunen in hun streven naar monetaire en financiële stabiliteit, de internationale samenwerking op deze gebieden te bevorderen en op te treden als een bank voor centrale banken.

11 BIS, 'Statistical release. OTC derivatives statistics at end-December 2013', mei 2014, p. 2, raadpleegbaar via http://www.bis.org/publ/otc_hy1405.pdf.

is gestegen van € 817 miljard in 2004 tot € 2.113 miljard in 2014.¹² Deze cijfers tonen aan dat financiëlezekerheidsarrangementen een belangrijke rol spelen in de (internationale) financiële praktijk.

Financiëlemarktpartijen beperken zich bij het verrichten van bovengenoemde financiële transacties waarbij girale activa in zekerheid worden gegeven niet tot de landsgrenzen. Dergelijke transacties vinden anders gezegd veelvuldig (en in toenemende mate) in een grensoverschrijdende context plaats.¹³ Paech schat dat ongeveer 40% van alle *‘collateral operations by EU market participants in one way or the other imply a cross-jurisdictional element’*.¹⁴

Bij een grensoverschrijdend financieelzekerheidsarrangement zal de zekerheidsnemer veelal in aanraking komen met het recht van een (of meerdere) andere jurisdictie(s), met de inhoud waarvan hij doorgaans niet bekend is. Zo kan het voorkomen dat de verzekerde verplichting weliswaar wordt beheerst door het recht van een land waarmee de zekerheidsnemer bekend is (land A), maar de goederenrechtelijke aspecten van het financieelzekerheidsarrangement – zoals de vraag welke vereisten gelden voor de totstandkoming ervan en op welke wijze het zekerheidsobject te gelde kan worden gemaakt – worden beheerst door het recht van land B, terwijl bij insolventie van de zekerheidsgever het insolventierecht van land C van toepassing is.¹⁵ Aangezien het goederen- en insolventierecht van de (inmiddels achtentwintig) lidstaten van de Europese Unie op het terrein van zekerheid op girale activa – in ieder geval vóór implementatie van de Collateral Richtlijn – (aanzienlijk) verschilt, kan zekerheid op girale activa in een grensoverschrijdende situatie ongeldig of niet vlot uitwinbaar (blijken te) zijn. Hierdoor worden grensoverschrijdende zekerheidsstellingen gehinderd – van geval tot geval moet immers informatie worden ingewonnen (in de vorm van *legal opinions*) over (mogelijk) toepasselijk buitenlands recht – en ontstaat (een gevoel van) rechtsonzekerheid.¹⁶

De Collateral Richtlijn¹⁷ poogt dit tij te keren. De Europese Commissie (hierna ook: ‘EC’ of ‘Commissie’) constateert in de Toelichting bij het Voorstel voor een richtlijn betreffende financiëlezekerheidsovereenkomsten (hierna: ‘Toelichting EC’) dat de zojuist geschetste situatie ertoe leidt dat ‘niet alleen sprake [is] van zware administratieve lasten die de totstandkoming van een efficiënte en geïntegreerde EU-markt in de weg staan, maar ook van rechtsonzekerheid die aanleiding geeft tot onnodig systeemrisico op de financiële markten doordat het risico van nietigheid groter is bij het grensoverschrijdend dan bij het binnenlands

¹² Zie http://www.ecb.europa.eu/paym/pdf/collateral/collateral_data.pdf.

¹³ Europese Commissie, ‘Commission Staff Working Document accompanying the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending the Settlement Finality Directive and the Financial Collateral Directive. Impact Assessment’, COM(2008)213 (hierna: ‘Impact Assessment’), p. 4-5 en BIS, ‘Cross-border collateral arrangements’, januari 2006, p. 6 e.v.

¹⁴ Paech 2010, p. 35.

¹⁵ Zie over de vraag welk recht de goederenrechtelijke aspecten van een financieelzekerheidsarrangement beheerst § 3.4 sub (ii) en (vi) en over de vraag welk insolventierecht van toepassing is op het financieelzekerheidsarrangement § 3.4 sub (v).

¹⁶ Aldus ook Rank 2002, p. 319 en Dirix 2009, p. 2.

¹⁷ Richtlijn 2002/47/EG van het Europees Parlement en de Raad van 6 juni 2002 betreffende financiëlezekerheidsovereenkomsten, *PbEG* 2002 L 168/43.

gebruik van zakelijke zekerheden'.¹⁸ Daarom, zo vervolgt de Toelichting EC, 'wordt voorgesteld een eenvoudige minimumregeling in te voeren voor het verstrekken van effecten en contanten als zakelijke zekerheden op grond van overeenkomsten in de vorm van een zakelijk zekerheidsrecht en een eigendoms-overdracht, waaronder repo-overeenkomsten'. De Europese Commissie zet met andere woorden in op harmonisatie van het nationale recht teneinde rechts-onzekerheid en administratieve lasten voor financiële marktpartijen terug te dringen.

De communautaire regeling voor zekerheid op girale activa die de Collateral Richtlijn tot stand brengt, ziet er, kort samengevat, als volgt uit.¹⁹ De richtlijn maakt het ten eerste mogelijk om girale activa snel en met zo min mogelijk formaliteiten in zekerheid te geven en uit te winnen (art. 3 resp. art. 4). Bovendien erkent de Collateral Richtlijn de mogelijkheid om girale activa over te dragen tot zekerheid (art. 6), een wijze van zekerheidsstelling waaraan in de financiële praktijk veelal de voorkeur wordt gegeven boven de vestiging van een beperkt zekerheidsrecht.²⁰ Daarnaast institutionaliseert de richtlijn bepaalde, in het kader van *repurchase agreements*, *securities lending agreements* en (zekerheidsarrangementen in het kader van) derivatenovereenkomsten gebruikelijke bedingen, zoals close-out-netting (art. 7), *top-up collateral* en *substitution of collateral* (art. 8) en, waar het gaat om een beperkt zekerheidsrecht op girale activa, het gebruiksrecht (*right of use*, art. 5). Ten slotte geeft de Collateral Richtlijn een regel van conflictenrecht ter bepaling van het recht dat van toepassing is op (onder meer) het in zekerheid geven en te gelde maken van girale effecten (art. 9).

1.2 Vraagstelling en aanpak van het onderzoek

Idealiter zijn na implementatie van de Collateral Richtlijn de regels betreffende zekerheid op girale activa in alle EU-lidstaten gelijk. De grootste mate van rechtszekerheid en het terugdringen van de administratieve lasten voor partijen wordt volgens de Commissie immers gerealiseerd door de rechtsverscheidenheid tot een minimum te beperken.

In dat verband is het van belang te constateren dat op het terrein dat de Collateral Richtlijn bestrijkt, weliswaar een zekere toenadering van het nationale recht van de verschillende EU-lidstaten tot elkaar plaatsvindt, maar er geen sprake is van uniform recht. Dit is het gevolg van het feit dat de Commissie gekozen heeft voor een richtlijn in plaats van een verordening. Een richtlijn is, volgens art. 288 lid 3 Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie (hierna: 'VwEU'), verbindend ten aanzien van het te bereiken resultaat voor elke EU-lidstaat waarvoor zij bestemd is, maar aan de nationale instanties wordt de bevoegdheid gelaten

18 'Voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende financiële zekerheidsovereenkomsten', COM(2001)168, p. 4.

19 Zie over de inhoud van de Collateral Richtlijn uitgebreider § 3.6.

20 Zie daarover in meer detail § 8.2.

vorm en middelen te kiezen. Richtlijnen hebben, in tegenstelling tot verordeningen, dus geen directe werking, maar moeten worden omgezet in nationaal recht.

De Collateral Richtlijn bestaat, evenals andere richtlijnen, uit bepalingen die bepaalde doelen formuleren die door de lidstaten gerealiseerd moeten worden. Zo moeten de lidstaten ‘bewerkstelligen’ dat de overdracht tot zekerheid erkend wordt (art. 6), ‘ervoor zorgen’ dat het mogelijk is dat de beperkt zekerheids-gerechtigde kan beschikken over de aan hem in zekerheid gegeven girale activa (art. 5) en mogen de lidstaten ‘niet vereisen’ dat formaliteiten worden gesteld aan het in zekerheid geven van girale activa (art. 3). De richtlijn beschrijft het resultaat dat bereikt moet worden, terwijl de lidstaten vrij zijn in de wijze waarop zij dit realiseren. De door de richtlijn gestelde doelen kunnen bijvoorbeeld bereikt worden door aanpassing van het bestaande recht of de invoering van nieuwe bepalingen. Ook is het denkbaar dat het betreffende nationale recht reeds voldoet aan de eisen die de richtlijn stelt, zodat wijziging van het nationale recht niet noodzakelijk is.

Het voorgaande doet de vraag rijzen in hoeverre het met de Collateral Richtlijn beoogde resultaat – een communautair regime voor zekerheid op girale activa – is bereikt. Kunnen financiële marktpartijen wat betreft zekerheid op girale activa (in een grensoverschrijdende context) na implementatie van de Collateral Richtlijn uitgaan van een pan-Europees regime voor zekerheid op girale activa? Bestaat er na implementatie zoiets als een ‘Europees financieelzekerhedenrecht’? Zo nee, welke verschillen bestaan er na omzetting van de richtlijn nog tussen nationale wetgeving op het terrein van zekerheid op girale activa? Deze vragen monden uit in de volgende, centrale vraagstelling:

‘In hoeverre heeft (implementatie van) de Collateral Richtlijn geleid tot geharmoniseerd goederenrecht op het door de richtlijn bestreken terrein?’

Teneinde deze vraag te beantwoorden, wordt gekeken naar vier verschillende onderdelen van de Collateral Richtlijn: het formaliteitenverbod, het controlevereiste, het gebruiksrecht en de overdracht tot zekerheid van girale activa. Telkens wordt eerst onderzocht hoe het recht van de vier in dit onderzoek betrokken jurisdicties (België, Duitsland, Nederland en Engeland) op het desbetreffende terrein luidde vóór implementatie van de richtlijn. Vervolgens wordt gezien welke eisen de Collateral Richtlijn op het betreffende punt aan de lidstaten stelt. Daarbij wordt met name gekeken naar de vraag voor welk probleem de Collateral Richtlijn een oplossing beoogt te bieden. Daarna wordt onderzocht hoe de Collateral Richtlijn op dat specifieke punt is geïmplementeerd in de in dit onderzoek betrokken jurisdicties. In het laatste hoofdstuk wordt ten slotte een antwoord gegeven op de vraag in hoeverre sprake is van geharmoniseerd goederenrecht op het door de richtlijn bestreken terrein.²¹

21 Over het ‘Europees goederenrecht’ in algemene zin bijvoorbeeld de dissertatie van E. Ramaekers, *European Union property law: from fragments to a system* (diss. Maastricht), Antwerpen-Oxford: Intersentia 2013. Zie tevens over het Europees goederenrecht Van Erp & Akkermans 2010 en specifiek over het Europees zekerhedenrecht Van Erp 2009. Een meer rechtsvergelijkende insteek hebben Van Erp en Akkermans gekozen in hun *Ius Commune Casebook* over het goederenrecht (Van Erp & Akkermans 2012).

1.3 Afbakening en beperkingen van het onderzoek

Zoals uit de centrale vraagstelling blijkt, heb ik gekozen voor een goederenrechtelijke invalshoek. De Collateral Richtlijn voorziet evenwel ook in harmonisatie van het insolventierecht en, zij het in mindere mate, het conflictenrecht. Hoewel het gerechtvaardigd is in een proefschrift over de Collateral Richtlijn ook deze aspecten van de richtlijn (art. 8 resp. art. 9) te belichten, blijven zij wegens de gekozen invalshoek buiten beschouwing.²² Vanwege de nauwe verwevenheid met het proces- en insolventierecht valt ook de uitwinning van zekerheidsrechten (art. 4 en 7) op girale activa buiten de reikwijdte van dit proefschrift.²³

Het onderzoeken van alle jurisdicties waarin de Collateral Richtlijn is geïmplementeerd – in totaal dertig –²⁴ is (in het kader van een promotieonderzoek) ondoenlijk. Daarom is een selectie gemaakt. Gekozen is om het Belgische, Duitse, Nederlandse en Engelse recht in dit onderzoek te betrekken.²⁵ Bij de keuze voor deze rechtsstelsels hebben onder meer de toegankelijkheid van de bronnen (waaronder taal) en rudimentaire bekendheid met (het goederenrecht van) de desbetreffende rechtsstelsels een belangrijke rol gespeeld.

De keuze voor de bovenstaande jurisdicties is echter niet willekeurig. Het betrekken van het Engelse recht in dit onderzoek lag voor de hand omdat de in § 1.1 beschreven financiëlezekerheidsarrangementen doorgaans worden beheerst door Engels recht (of het recht van de staat New York)²⁶ en de bepalingen van de Collateral Richtlijn in belangrijke mate aansluiting zoeken bij deze financiëlezekerheidsarrangementen en daardoor bij het daarop toepasselijke (Engelse) recht.²⁷ Het is vervolgens interessant om de implementatie van de Collateral Richtlijn in een (of meerdere) civil law-jurisdictie(s) te bekijken, omdat te verwachten is dat de bepalingen van de Collateral Richtlijn, gezien de verschillen die er op het terrein van het goederenrecht tussen de *common law* en *civil law* bestaan, zullen afwijken die van de desbetreffende civil law-jurisdictie. De Collateral Richtlijn vereist van dus van de rechtssystemen die tot de civil law-traditie gerekend kunnen worden een zekere bereidheid om van de commune regels voor zekerheid op girale activa af te wijken. In dit onderzoek is ervoor gekozen meerdere civil law-jurisdicties te betrekken omdat ook tussen

22 Zie over de insolventierechtelijke aspecten van de Collateral Richtlijn Keijser 2006, p. 313 e.v. en over de conflictrechtelijke aspecten Schlaegel 2008, p. 80 e.v.

23 Voor een nadere beschouwing van deze materie zij verwezen naar Keijser 2006, p. 275 e.v. en specifiek over close-out-netting – dat een proefschrift op zich waard is – naar Böger 2013.

24 De Collateral Richtlijn is geïmplementeerd in de 28 EU-lidstaten en 2 EEA-lidstaten, te weten Noorwegen en IJsland. Op verzoek van de Europese Commissie zijn door de meeste lidstaten evaluatierapporten van de Collateral Richtlijn opgesteld. In deze rapporten, die raadpleegbaar zijn via http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/collateral/consultation_results/index_en.htm, wordt onder meer beschreven op welke plaats en op welke wijze de Collateral Richtlijn geïmplementeerd is in de betreffende lidstaat. De geïnteresseerde lezer wordt voor de implementatie van de Collateral Richtlijn in de lidstaten die niet in dit onderzoek zijn betrokken, als startpunt naar deze evaluatierapporten verwezen.

25 In de hoofdstukken 5 tot en met 8 van deze dissertatie wordt telkens eerst de implementatie van de Collateral Richtlijn in civil law-landen en vervolgens de omzetting in Engeland (als common law-jurisdictie) besproken. De bespreking van de implementatie in civil law-landen geschiedt in alfabetische volgorde.

26 Zie § 2.3.

27 Zie daarover hoofdstuk 3.

(het goederenrecht van) deze jurisdicties (aanzienlijke) verschillen bestaan. De drie gekozen civil law-jurisdicties nemen bijvoorbeeld een verschillende positie in ten opzichte van de overdracht tot zekerheid.²⁸

Binnen de civil law-jurisdicties kunnen twee belangrijke rechtstradities onderscheiden worden: de rechtsstelsels die teruggaan op de *Code Napoléon* en de rechtsstelsels die gebaseerd zijn op het Duitse recht. Dit verklaart de keuze voor het Belgische en Duitse recht. Aan het Belgische recht is de voorkeur gegeven boven het Franse recht omdat het Belgische recht, mede doordat de grootste internationale bewaarder van effecten (Euroclear) in Brussel is gevestigd, een voortrekkersrol speelt op het terrein van (zekerheid op) effecten.²⁹ Het Nederlandse recht mocht, gezien het feit dat ik (primair) geschoold ben in het Nederlandse recht, niet ontbreken.

Een beperking van dit onderzoek is dat zekerheid op kredietvorderingen³⁰ in beginsel buiten beschouwing wordt gelaten.³¹ Doordat een kredietvordering een ander soort goed is dan een giraal activum, bevat de Collateral Richtlijn vrijwel steeds afwijkende regels voor zekerheid op kredietvorderingen. Mede om het proefschrift binnen redelijke omvang te houden, is de keuze gemaakt om zekerheid op kredietvorderingen niet in dit onderzoek te betrekken.

1.4 Terminologie

In dit boek wordt in beginsel steeds de Nederlandse juridische terminologie gehanteerd. Zo wordt het woord ‘goed’ gebruikt om zaken en vermogensrechten aan te duiden, ook wanneer het Belgische recht wordt besproken, dat hiervoor – evenals het oude Nederlandse recht – de term ‘zaak’ hanteert. Daarnaast worden de technische, in de Collateral Richtlijn gehanteerde begrippen overgenomen, zoals de term ‘gebruiksrecht’ en ‘gelijkwaardige activa’. In een aantal gevallen wordt echter de voorkeur gegeven aan de in de Nederlandse implementatiewetgeving gehanteerde begrippen (die dezelfde betekenis hebben als de in de richtlijn gehanteerde termen), omdat deze beter aansluiten bij de Nederlandse juridische terminologie. Zo geef ik de voorkeur aan het begrip ‘geld’ boven

28 Zie bijvoorbeeld Sagaert 2014b, p. 383. De (verschillende) posities van civil law-jurisdicties ten aanzien van de overdracht tot zekerheid komt tevens aan de orde in hoofdstuk 8.

29 Zo was België met het van kracht worden van het KB no. 62 in 1967 een van de eerste landen die zijn effectenrecht heeft gemoderniseerd. Het Belgische effectenrecht wordt nog steeds gezien als ‘one of the most modern in the world’ (Haentjens 2007, p. 8).

30 Kredietvorderingen zijn geldvorderingen die voortvloeien uit een overeenkomst waarbij een bank krediet verleent in de vorm van een lening (art. 2 lid 1 sub o Collateral Richtlijn). Met de wijziging van de Collateral Richtlijn in 2009 door Richtlijn 2009/44/EG van het Europees Parlement en de Europese Raad van 6 mei 2009 tot wijziging van Richtlijn 98/26/EG betreffende het definitieve karakter van de afwikkeling van betalingen en effectentransacties in betalings- en afwikkelingssystemen en Richtlijn 2002/47/EG betreffende financiëlezekerheidsovereenkomsten wat gekoppelde systemen en kredietvorderingen betreft, *PbEU* 2009 L 146/37 (hierna: ‘Wijzigingsrichtlijn’) is zekerheid op kredietvorderingen onder de werkingssfeer van de Collateral Richtlijn gebracht.

31 Zekerheid op kredietvorderingen wordt zeer beknopt besproken in § 2.4. De geïnteresseerde lezer wordt verwezen naar die paragraaf en de aldaar genoemde literatuur.

‘contanten’ en aan ‘executiegrond’ boven ‘afdwingsgrond’. In een aantal gevallen worden (vernederlandste) Engelse termen gebruikt, zoals ‘close-out-netting’ en ‘*repurchase agreement*’. De primaire reden daarvoor is dat het in de praktijk ook gebruikelijk is om voor dergelijke termen de (vernederlandste) Engelse aanduiding te gebruiken.

Op één punt wordt echter zowel van de in (de Nederlandse versie van) de Collateral Richtlijn als in de Nederlandse implementatiewetgeving gehanteerde terminologie afgeweken. Het betreft het kernbegrip van de richtlijn: de ‘financiële zekerheidsovereenkomst’. Ik geef de voorkeur aan het begrip ‘financieel-zekerheidsarrangement’. De redenen daarvoor komen aan bod in § 4.4.

1.5 Plan van behandeling

Dit boek bevat, inclusief deze inleiding, negen hoofdstukken. In het volgende hoofdstuk wordt ingegaan op in de financiële praktijk veelvoorkomende financiële zekerheidsarrangementen, namelijk *repurchase agreements*, *securities lending agreements* en zekerheidsarrangementen in het kader van derivatenovereenkomsten. Op aandringen van (belangenorganisaties van) financiële marktpartijen is de Collateral Richtlijn tot stand gekomen. De totstandkoming en de inhoud van de Collateral Richtlijn staan centraal in hoofdstuk 3. Hoofdstuk 4 bevat enige beschouwingen omtrent de implementatie van de Collateral Richtlijn, de reikwijdte van de Collateral Richtlijn en de Belgische, Duitse, Nederlandse en Engelse implementatiewetgeving en het begrip ‘financiële zekerheidsovereenkomst’. De kern van dit boek wordt gevormd door de hoofdstukken 5 tot en met 8. In deze hoofdstukken worden achtereenvolgens (de implementatie van) het formaliteitsverbod, het controlevereiste, het gebruiksrecht en de overdracht tot zekerheid in het Belgische, Duitse, Nederlandse en Engelse recht besproken. Het boek wordt afgesloten met een slotbeschouwing die een antwoord bevat op de centrale vraagstelling van dit boek.

Het onderzoek is afgesloten op 22 oktober 2014. De (rechts)ontwikkelingen die zich nadien hebben voorgedaan op het voor dit onderzoek relevante terrein konden niet meer in dit onderzoek worden meegenomen.

2 | Zekerheid op girale activa

2.1 Inleiding

De Collateral Richtlijn heeft, zoals uit het vorige hoofdstuk naar voren kwam, betrekking op zekerheid op girale activa en sinds 2009 tevens op zekerheid op kredietvorderingen. Geld, effecten en kredietvorderingen worden hierna tezamen aangeduid als ‘financiële activa’.¹ Volgens de EC is de Collateral Richtlijn ‘toegespitst op de belangrijkste probleempunten van het grensoverschrijdende gebruik van zakelijke zekerheden op financiële markten voor professionele partijen’.² In dit hoofdstuk wordt in kaart gebracht wat dit ‘gebruik van zakelijke zekerheden op financiële markten voor professionele partijen’ inhoudt. In het volgende hoofdstuk komen de ‘probleempunten van het grensoverschrijdende gebruik van zakelijke zekerheden’ aan de orde en wordt aangegeven welke oplossingen de Collateral Richtlijn daarvoor biedt. In hoofdstuk 4 komt (onder meer) het toepassingsbereik van de Collateral Richtlijn aan de orde.

Dit hoofdstuk is als volgt opgebouwd. Allereerst wordt stilgestaan bij een drietal kernbegrippen: zekerheid, geld en effecten (§ 2.2). Daarna wordt ingegaan op in de financiële praktijk veelvoorkomende financiëlezekerheidsarrangementen (§ 2.3). Zekerheid op kredietvorderingen wordt afzonderlijk besproken in § 2.4. Ik sluit het hoofdstuk af met een conclusie (§ 2.5).

2.2 Zekerheid, geld en effecten

2.2.1 Zekerheid

Wanneer een schuldenaar zijn verplichtingen niet (volledig) kan nakomen, kunnen de schuldeisers verhaal nemen op de goederen van de schuldenaar. De schuldeisers hebben in beginsel een gelijk recht om naar evenredigheid van hun vordering te worden voldaan uit de opbrengst van de goederen van de schuldenaar (paritas creditorum- of pari passu-beginsel).³ Doorgaans zullen de goederen van de schuldenaar echter onvoldoende opbrengen om de vorderingen van de schuldeisers geheel te voldoen. Dit risico wordt aangeduid als het insolventierisico.⁴

¹ De termen ‘geld’, ‘effecten’ en ‘kredietvorderingen’ hebben een technische betekenis die in het vervolg wordt toegelicht, zie § 2.2.2, 2.2.3 resp. 2.4.

² Toelichting EC, p. 6.

³ Het gaat hier om een universeel beginsel van insolventierecht, zie Wessels 2006, p. 296.

⁴ Het insolventierisico (*credit risk*) wordt in de BIS Glossary 2003 als volgt gedefinieerd: ‘*The risk that a counterparty will not settle an obligation for full value (...)*’.

Een schuldeiser kan proberen het insolventierisico uit te sluiten of te verminderen door persoonlijke of goederenrechtelijke zekerheid te bedingen.⁵ De Collateral Richtlijn heeft alleen betrekking op goederenrechtelijke zekerheid.⁶ Er zijn twee vormen van goederenrechtelijke zekerheid te onderscheiden: vestiging van een beperkt zekerheidsrecht en overdracht tot zekerheid. Met de term 'overdracht tot zekerheid' doel ik op alle gevallen waarin de overdracht de nakoming van een verbintenis waarborgt en er dus in ieder geval in *economische* zin sprake is van een overdracht tot zekerheid.⁷

Goederenrechtelijke zekerheid geeft de schuldeiser, thans tevens zekerheidsnemer, een sterkere positie wanneer de schuldenaar/zekerheidsgever failliet gaat.⁸ De *beperkt* zekerheidsgerechtigde is separatist. Hij kan zich met voorrang verhalen op de goederen die tot zekerheid zijn verbonden boven de schuldeisers die geen goederenrechtelijke zekerheid hebben bedongen.⁹ Degene aan wie goederen tot zekerheid zijn *overgedragen* is rechthebbende van die goederen. Door de overdracht maken die goederen geen deel meer uit van het vermogen van de zekerheidsgever, zodat de overige schuldeisers van de zekerheidsgever zich daar niet meer op kunnen verhalen.¹⁰

Naast het terugdringen van het insolventierisico kunnen er andere redenen zijn om goederenrechtelijke zekerheid te verlangen. Wat betreft banken kan dit verband houden met de verplichting die aan banken wordt opgelegd om voldoende eigen vermogen aan te houden ten opzichte van de bedrijfsrisico's (de verstrekte kredieten en gedane beleggingen), de zogenaamde kapitaaleisen. Deze eisen moeten ertoe leiden dat een bank steeds aan haar verplichtingen jegens haar rekeninghouders kan voldoen. De berekening van het aan te houden eigen vermogen vindt, kort gezegd, plaats op basis van de aard en omvang van de bedrijfsrisico's.¹¹ Wanneer goederenrechtelijke zekerheid wordt verstrekt door de schuldenaar, leidt dit tot een lager risico voor de bank. Daarom hoeven banken minder eigen vermogen aan te houden wanneer goederenrechtelijke zekerheid wordt gesteld door de schuldenaar. Het feit dat een bank minder garantievermogen hoeft aan te houden voor een verzekerde dan een onverzekerde geldlening, kan dus

5 Persoonlijke zekerheid houdt in dat een andere partij zich naast de schuldenaar tot nakoming van een verbintenis verbindt.

6 Zie art. 2 lid 1 sub a, b en c Collateral Richtlijn.

7 De vraag wanneer er sprake is van een overdracht tot zekerheid in de zin van de Collateral Richtlijn – een 'financiële zekerheidsovereenkomst tot overdracht' – komt uitgebreid aan de orde in § 8.5.

8 Voor de leesbaarheid gebruik ik de term 'failliet'. Daaronder versta ik echter *alle* insolventieprocedures, waaronder begrepen reorganisatieprocedures. Zie in dit verband ook art. 2 lid 1 sub j en k Collateral Richtlijn, welke bepalingen een definitie bevatten van de begrippen 'liquidatieprocedure' en 'saneringsmaatregelen'.

9 Zie bijvoorbeeld Wood 2007a, nr. 2.001.

10 Vgl. Wood 2007a, nr. 2.011.

11 De regels inzake het aan te houden eigen vermogen zijn gebaseerd op het Bazel III-akkoord dat is opgesteld door het Bazels Comité, een werkgroep die bestaat uit internationale banktoezichthouders en centrale banken van de landen van de G10. Zie over de inhoud en betekenis van de Bazelse akkoorden Barneveld 2012. In juli 2011 heeft de Europese Commissie een verordening (Verordening (EU) Nr. 575/2013 van het Europees Parlement en de Raad van 26 juni 2013 betreffende prudentiële vereisten voor kredietinstellingen en beleggingsondernemingen en tot wijziging van Verordening (EU) nr. 648/2012) en een richtlijn (Richtlijn 2013/36/EU van het Europees Parlement en de Raad van 26 juni 2013 betreffende toegang tot het bedrijf van kredietinstellingen en het prudentieel toezicht op kredietinstellingen en beleggingsondernemingen, tot wijziging van Richtlijn 2002/87/EG en tot intrekking van de Richtlijnen 2006/48/EG en 2006/49/EG) gepresenteerd ter implementatie van de in het Bazel III-akkoord neergelegde afspraken. De verordening is op 1 januari 2014 in werking getreden, terwijl de richtlijn uiterlijk op die datum moest zijn omgezet in nationaal recht.

een (aanvullende) reden zijn voor een bank om goederenrechtelijke zekerheid te eisen ter verzekering van een verstrekt krediet.¹²

De Collateral Richtlijn bestrijkt, zoals in de inleiding van dit hoofdstuk aan de orde kwam, niet alle gevallen van goederenrechtelijke zekerheid, maar is beperkt tot de gevallen waarin bepaalde goederen, namelijk geld, effecten of kredietvorderingen, in zekerheid worden gegeven. In de volgende paragrafen wordt besproken wat verstaan moet worden onder geld en effecten. Het begrip kredietvorderingen komt in § 2.4 aan de orde.

2.2.2 Geld

Bij de term geld denkt men doorgaans aan munten en bankbiljetten, of anders gezegd: aan chartaal geld. De betekenis van chartaal geld is door de toename van het girale geld echter in sterke mate afgenomen. De Collateral Richtlijn sluit zich bij deze realiteit aan. Geld – in de richtlijn aangeduid als ‘contanten’ –¹³ wordt omschreven als:

‘op een rekening in ongeacht welke valuta gecrediteerde gelden of soortgelijke vorderingen tot restitutie van geld, zoals geldmarktdeposito’s’.¹⁴

Geld in de zin van de Collateral Richtlijn is giraal geld: op rekeningen of deposito’s gecrediteerde tegoeden bij banken en andere financiële instellingen. Uit de bovenstaande definitie volgt dat chartaal geld buiten de in de richtlijn gehanteerde definitie van het begrip geld valt.¹⁵

Zekerheid in de vorm van geld (in het jargon: *cash collateral*) speelt een belangrijke rol in financiële transacties tussen financiële marktpartijen. Zo wordt giraal geld vaak in zekerheid gegeven voor verplichtingen uit derivatenovereenkomsten. Hierover gaat § 2.3.4.2. Tevens wordt geld in zekerheid gegeven voor verplichtingen die voortvloeien uit ‘effectenleningen’ (*securities lending agreements*), preciezer: ter verzekering van de verplichting van de verbruikleennemer tot levering van effecten die gelijkwaardig zijn aan de in verbruikleen gegeven effecten. In § 2.3.3 wordt nader ingegaan op (zekerheid in het kader van) *securities lending agreements*.

Zekerheid op geld speelt ook buiten de bovengenoemde, in de financiële praktijk veelvoorkomende financiële zekerheidsarrangementen een belangrijke rol. Zo

¹² Zie voor andere voordelen verbonden aan goederenrechtelijke zekerheid Wood 2007a, nr. 2.036.

¹³ De gehanteerde terminologie is ongelukkig. Contanten is immers een gangbaar synoniem voor *chartaal* geld. In navolging van de Nederlandse implementatiewetgeving (art. 7:51 sub d BW) gebruik ik daarom het begrip geld in plaats van contanten.

¹⁴ Art. 2 lid 1 sub d Collateral Richtlijn. Geldmarktdeposito’s (*money market deposits*) kunnen als volgt worden omschreven: ‘*Money market deposits are fixed-interest term deposits of up to 1 year with banks and securities houses. They are not negotiable so cannot be liquidated before maturity. The interest rate on the deposit is fixed for the term and related to the London Interbank Offered Rate (LIBOR) of the same term. Interest and capital are paid on maturity.*’ (Choudhry 2006, p. 25).

¹⁵ Dit blijkt tevens uit overweging 18 van de considerans: ‘Met contanten wordt alleen geld bedoeld dat wordt belichaamd door een creditsaldo op een rekening, of soortgelijke vorderingen tot restitutie van geld (zoals geldmarktdeposito’s), dus uitdrukkelijk geen bankbiljetten.’

wordt vaak ter verzekering van een zakelijk krediet een beperkt zekerheidsrecht gevestigd op (onder meer) de girale tegoeden van de onderneming.¹⁶ Daarnaast verlangt de bank waar de rekening wordt aangehouden (de *account bank*) van alle rekeninghouders, waaronder consumenten en kleine en middelgrote ondernemingen, dat zij een beperkt zekerheidsrecht vestigen op de bij de bank aangehouden girale tegoeden voor de vorderingen die de bank op hen heeft of zal krijgen. In dat geval komt het beperkte zekerheidsrecht vaak tot stand op basis van algemene voorwaarden.¹⁷

2.2.3 Effecten

2.2.3.1 INLEIDING

In deze paragraaf staat het begrip 'effecten' zoals gedefinieerd in art. 2 lid 1 sub e Collateral Richtlijn, centraal. Voor een goed begrip van wat effecten zijn, is het noodzakelijk om kort in te gaan op de verschillende verschijningsvormen van effecten. Dit komt in § 2.2.3.2 aan bod. In § 2.2.3.3 wordt vervolgens besproken wat effecten in de zin van de Collateral Richtlijn zijn.

2.2.3.2 DE VERSCHILLENDE VERSCHIJNINGSVORMEN VAN EFFECTEN

2.2.3.2.1 Effecten aan toonder en effecten op naam

In de vorige paragraaf kwam aan de orde dat het girale geld het chartale geld verdrongen heeft. Bij effecten heeft zich een vergelijkbare ontwikkeling voorgedaan.¹⁸ Oorspronkelijk werden effecten rechtstreeks door de beleggers op naam of aan toonder gehouden (*directly held securities*).¹⁹ Bij effecten op naam staat de belegger ingeschreven in het register van de uitgevende instelling, bijvoorbeeld een aandeelhoudersregister of schuldregister, of is het recht op een vergelijkbare wijze in de administratie van de uitgevende instelling vastgelegd. Voor de overdracht van effecten op naam is in ieder geval vereist dat de verkrijger als rechthebbende wordt ingeschreven in de boeken van de uitgevende instelling. Bij effecten aan toonder is het recht van de belegger belichaamd in het papier. Effecten aan toonder worden behandeld als roerende zaken.²⁰ Dit betekent dat effecten aan toonder kunnen worden overgedragen door bezits-

16 Zie bijvoorbeeld <https://www.ing.nl/zakelijk/financiering/lenen-voor-een-investering/zakelijke-lening/index.aspx>: 'Als zekerheid vragen wij een verpanding van uw bedrijfsactiva bestaande uit o.a. bedrijfsuitrusting, voorraden, vorderingen en tegoeden bij de bank van uw onderneming. Daarnaast kunnen wij aanvullende zekerheden vragen, zoals een borgstelling van uzelf, uw partner of anderen.' [cursivering JD].

17 In Nederland hanteren banken algemene voorwaarden gebaseerd op de Algemene Bankvoorwaarden 2009 (hierna: 'ABV 2009'). Deze zijn beschikbaar via <http://www.nvb.nl/publicaties/619/algemene-bankvoorwaarden.html?cookie=set>. Het pandrecht is opgenomen in art. 24 ABV 2009. In Duitsland heeft het Bankenverband algemene voorwaarden (*Allgemeine Geschäftsbedingungen*, hierna: 'AGB') opgesteld. Deze zijn beschikbaar via <http://bankenverband.de/themen/fachinformationen/recht/allgemeine-geschaeftsbedingungen-der-privaten-banken-und-andere-klauselwerke>. Ook de Postbanken en Sparkassen hanteren algemene voorwaarden. Het pandrecht is neergelegd in Nr. 14 AGB-Banken, Nr. 14 AGB-Postbanken resp. Nr. 21 Abs. 1 AGB-Sparkassen.

18 Zie over deze ontwikkeling uitgebreid Haentjens 2007, p. 29 e.v. met verdere verwijzingen en Blom 1998, Schim 2006, p. 13 e.v. en Wibier 2014.

19 Effecten aan order komen in de praktijk niet of nauwelijks voor, zie bijvoorbeeld Rank 2001, p. 26.

20 Zie Haentjens 2007, p. 30.

verschaffing van het toonderpapier aan de verkrijger. Aangezien geen wijziging in de administratie van de uitgevende instelling vereist is, kunnen effecten aan toonder in vergelijking met effecten op naam relatief eenvoudig verhandeld én in zekerheid gegeven worden.

Om het risico op tenietgaan en diefstal te verminderen, gaven beleggers toondereffecten in bewaring aan banken.²¹ De aanspraak van de belegger werd in dat geval weergegeven door een tegoed op een rekening. Effecten konden daardoor verhandeld worden door middel van girale boekingen in de administratie van banken zonder dat het toonderpapier van hand tot hand ging. Dit bevorderde de handel in effecten aanzienlijk.

Bij de bewaring van toondereffecten lieten banken nummeradministratie vaak achterwege vanwege de daarmee gepaardgaande administratieve lasten en dus kosten. Het gevolg daarvan was dat de belegger zijn goederenrechtelijke aanspraak op het toonderpapier verloor omdat deze slechts kan bestaan ten opzichte van geïndividualiseerde – en dus niet slechts naar soort of hoeveelheid bepaalde – goederen. De gevolgen hiervan deden zich in het bijzonder gevoelen wanneer de bank waar de effecten werden bewaard, failliet ging. Een goede illustratie van deze problematiek biedt het *Teixeira de Mattos*-arrest.²² De Hoge Raad overwoog in dat arrest dat

‘deze certificaten, die deel uitmaken van de algemene effectenvoorraad van Teixeira [de bank, toevoeging JD], welke ook met betrekking tot de onderhavige soort stukken voortdurend aan wisseling onderhevig is geweest, en t.a.v. welke certificaten niet is kunnen worden vastgesteld dat zij dezelfde zijn als de door Mulder en Peijnenburg in bewaring gegeven stukken en evenmin dat Teixeira deze is gaan houden voor Mulder en Peijnenburg hetzij afzonderlijk hetzij tezamen, moeten gelden als eigendom van Teixeira (...)’.

Aangezien de beleggers, Mulder en Peijnenburg, niet konden bewijzen dat de effecten in de kluis van de bank de effecten waren die zij aan de bank in bewaring hadden gegeven, moest de bank als eigenaar gelden. De beleggers trokken dus aan het kortste eind: door oneigenlijke vermenging verloren zij hun goederenrechtelijke aanspraak, zodat zij concurrent crediteur waren in het faillissement van de bank.

Dit probleem speelde niet alleen in Nederland. Vele rechtsstelsels werden met dit probleem geconfronteerd en hebben naar oplossingen gezocht om te voorkomen dat de bewaargever in het geval van insolventie van de bewaarnemer met lege handen komt te staan (ook wel aangeduid als het *intermediary risk*).²³ De meeste civil law-jurisdicties hebben gekozen voor de invoering van bijzondere wetge-

21 In Nederland zijn effectenbewaarbedrijven – dat zijn aparte vennootschappen die uitsluitend de bewaring van effecten tot doel hebben en geen economisch of commercieel risico lopen – opgericht door banken om de kans op insolventie van de bewaarder zoveel mogelijk terug te dringen (dit zogenaamde *intermediary risk* komt verderop in deze paragraaf aan de orde), zie Mijnsen 1975, p. 200 en Rank 1997.

22 HR 12 januari 1968, *NJ* 1968/274.

23 Zie over de positie van de belegger bij insolventie van de intermediair in verschillende jurisdicties Haentjens 2007, p. 75 (Belgisch recht) en p. 149 e.v. (Nederlands recht).

ving op basis waarvan degene die de effecten in bewaring geeft tezamen met degenen die soortgelijke effecten in bewaring geven, mede-eigenaar wordt van alle effecten van die soort die onder de bewaarnemer rusten.²⁴

Naar Engels recht houdt de intermediair de effecten in beginsel onder trustverband voor de belegger.²⁵ De intermediair is *trustee* en de belegger *beneficiary* van de *trust*. Laatstgenoemde komt ‘*a proprietary right in the form of co-ownership of the pool of securities held by the intermediary from the issuer direct or through its account with a higher-tier intermediary*’²⁶ toe. Wanneer een intermediair via een andere intermediair hoger in de keten effecten houdt bij een (I)CSD voor de belegger, is de eerstgenoemde intermediair (de *lower-tier intermediary*) een *sub-trustee*. Op die manier ontstaat een keten van *trustees*. De positie van de belegger als *beneficiary* van de *trust* beschermt hem tegen het *intermediary risk*:

*‘The effect of the co-ownership interest is that if the intermediary becomes insolvent the securities held for its customers belong in equity to them and do not form part of the intermediary’s estate available to its creditors. The intermediary is thus a trustee for its customers who are the beneficial co-owners of the pool of securities held on their behalf (...).’*²⁷

2.2.3.2.2 Immobilisatie en dematerialisatie

Het in bewaring geven van toondereffecten bij banken, zodat deze kunnen worden geleverd door middel van girale boekingen, wordt aangeduid als immobilisatie van effecten.²⁸ Tegenwoordig worden niet langer individuele toonderstukken uitgegeven, maar wordt slechts één stuk uitgegeven dat alle effecten van een bepaalde soort belichaamt: een *global*. Gaat het om obligaties, dan spreekt men van een *global note* of *global bond*. Wanneer het aandelen betreft wordt dit stuk aangeduid als *global share*. De *globals* worden gedeponeerd bij zogenaamde *central securities depositories* (hierna: ‘CSD’) of *international central securities depositories* (hierna: ‘ICSD’), zoals Clearstream Banking in Luxemburg, Euroclear Bank in België en Depository Trust Company in New York.²⁹

24 In Nederland is dit gebeurd met de inwerkingtreding van de Wet giraal effectenverkeer. De Duitse equivalent is het Depotgesetz. In België komen beleggers een goederenrechtelijke aanspraak toe op grond van het Gecoördineerd koninklijk besluit nr. 62 van 10 november 1967 betreffende de bewaargeving van vervangbare financiële instrumenten en de vereffening van transacties op deze instrumenten en de Wet van 2 januari 1991 betreffende de markt van de effecten van de overheidsschuld en het monetair beleidsinstrumentarium.

25 Het uitgangspunt naar Engels recht is dat de aanspraak van de belegger afhangt van hetgeen partijen overeengekomen zijn. Doorgaans zal de intermediair echter een *trustee* zijn met betrekking tot de effecten voor de belegger, zie Goode/Gullifer 2013, nr. 6.16.

26 Goode/Gullifer 2013, nr. 6.17.

27 *Idem*.

28 Vgl. de definitie van ‘*immobilisation*’ in de BIS Glossary 2003: ‘*placement of physical certificates for securities and financial instruments in a central securities depository so that subsequent transfers can be made by book entry, that is, by debits from and credits to holders’ accounts at the depository*’. Het betreft hier niet een nieuwe wijze waarop effecten kunnen worden uitgegeven, maar een nieuwe wijze van bewaring en overdracht van effecten, anders gezegd: een nieuwe verschijningsvorm van effecten.

29 Op 15 april 2014 is een verordening aangenomen door het Europees Parlement die de afwikkeling van effectentransacties en CSD’s reguleert. Zie daarover nader http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/central_securities_depositories/index_en.htm.

Omdat alleen bepaalde financiële instellingen, zoals banken, rekeningen kunnen aanhouden bij een (I)CSD, ontstaat een meerledig systeem van effectenbewaring: een belegger houdt bij een bank een effectenrekening aan waarop de effecten zijn gecrediteerd en de bank staat, vaak weer via andere intermediairs, voor wat betreft haar aanspraken genoteerd in de boeken van een (I)CSD. De (I)CSD bewaart op zijn beurt de door de uitgevende instelling, zoals een staat of een onderneming, uitgegeven *globals*.³⁰ De logische vervolgstap is dat er geen enkel stuk meer wordt uitgegeven, hetgeen wordt aangeduid als dematerialisatie van effecten.³¹ Effecten zijn in dat geval ‘volledig giraal’.³² Gedematerialiseerde effecten worden vaak op naam gesteld van een (I)CSD, opdat de administratie van gedematerialiseerde effecten eveneens via een (netwerk van) intermediair(s) verloopt.

Wanneer effecten worden vertegenwoordigd door een boeking op een rekening (geïmmobiliseerde en gedematerialiseerde effecten), wordt wel gesproken van *indirectly held securities* of *intermediated securities*.³³ In de Collateral Richtlijn vallen deze effecten onder de definitie van ‘activa in de vorm van giraal overdraagbare effecten’. Daaronder worden begrepen:

‘als zekerheid verschaft financiële activa die bestaan uit financiële instrumenten, waarbij de eigendom van/de gerechtigdheid tot die instrumenten blijkt uit inschrijvingen in een register of op een rekening die door of namens een tussenpersoon wordt aangehouden’.³⁴

De hierboven beschreven ontwikkelingen hebben ertoe geleid dat de relevantie van effecten in fysieke vorm (effecten aan toonder) in sterke mate is teruggedrongen. In veel landen is het zelfs niet meer mogelijk om effecten in toondervorm uit te geven en wordt gestreefd naar volledige dematerialisatie van effecten.³⁵ Bovendien hebben deze ontwikkelingen ertoe geleid dat de handel in effecten nog sneller en eenvoudiger, namelijk door debiteringen en crediteringen van effectenrekeningen, kan plaatsvinden én dat effecten snel en eenvoudig, bij wijze van spreken met een druk op de knop, in zekerheid kunnen worden gegeven.

2.2.3.3 EFFECTEN IN DE ZIN VAN DE COLLATERAL RICHTLIJN

Effecten – in de Collateral Richtlijn aangeduid als ‘financiële instrumenten’ –³⁶ worden in art. 2 lid 1 sub e Collateral Richtlijn omschreven als:

³⁰ Zie voor een schematische weergave van bewaarstructuren van een *global note*: Goode/Gullifer 2013, nr. 6.07.

³¹ Vgl. de definitie van ‘*dematerialisation*’ in de BIS Glossary 2003: ‘*the elimination of physical certificates or documents of title which represent ownership of securities so that securities exist only as accounting records*’.

³² Schim 2006, p. 15.

³³ Zie bijvoorbeeld Goode/Gullifer 2013, nr. 6.07.

³⁴ Art. 2 lid 1 sub g Collateral Richtlijn.

³⁵ Dit proces is in Nederland ingezet met de wijziging van de Wet giraal effectenverkeer in 2011. Zie daarover Wibier 2011. De Wet van 14 december 2005 houdende afschaffing van de effecten aan toonder voorziet in België in de afschaffing van toondereffecten per 1 januari 2014.

³⁶ Ook hier gebruik ik de term die in de Nederlandse implementatiewetgeving (art. 7:51 sub e BW) wordt gehanteerd. Deze begrippen zijn (in het financiële toezichtrecht) echter niet uitwisselbaar, zie de definitie van ‘effecten’ resp. ‘financiële instrumenten’ in art. 1:1 Wft.

‘aandelen en andere met aandelen gelijk te stellen effecten, obligaties en andere schuldinstrumenten indien deze op de kapitaalmarkt verhandelbaar zijn, en alle andere gewoonlijk verhandelde effecten waarmee die aandelen, obligaties of andere effecten via inschrijving, koop of omruiling kunnen worden verkregen of die aanleiding kunnen geven tot afwikkeling in contanten met uitsluiting van waardepapieren die een betalingsopdracht belichamen, inclusief rechten van deelneming in instellingen voor collectieve belegging, geldmarktinstrumenten en vorderingen op of rechten ten aanzien van een van voornoemde instrumenten.’

In deze definitie worden, kort samengevat, de volgende vijf typen effecten onderscheiden: (i) aandelen, (ii) obligaties, (iii) ‘effecten waarmee die aandelen, obligaties of andere effecten via inschrijving, koop of omruiling kunnen worden verkregen of die aanleiding kunnen geven tot afwikkeling in contanten’, (iv) geldmarktinstrumenten en (v) rechten van deelneming in instellingen voor collectieve belegging. Tot slot bepaalt art. 2 lid 1 sub e Collateral Richtlijn dat ook ‘vorderingen op of rechten ten aanzien van een van voornoemde instrumenten’ onder de definitie van effecten vallen. Hieronder licht ik de vijf verschillende categorieën effecten en het slot van de bepaling nader toe.

Aandelen zijn waardepapieren uitgegeven door vennootschappen die een aantal rechten met betrekking tot die vennootschap geven, zoals stemrecht op de algemene vergadering van aandeelhouders en recht op dividend.³⁷ Obligaties zijn schuldpapieren die vorderingen uit geldlening op de uitgever van het schuldpapier vertegenwoordigen en geven recht op terugbetaling van het uitgeleende bedrag met rente.³⁸ Obligaties kunnen worden uitgegeven door een onderneming of een staat. In het laatste geval wordt gesproken van staatsobligaties.

Bij ‘effecten waarmee die aandelen, obligaties of andere effecten via inschrijving, koop of omruiling kunnen worden verkregen of die aanleiding kunnen geven tot afwikkeling in contanten’ kan gedacht worden aan warrants en bepaalde derivaten, zoals opties en futures.³⁹ Een warrant is een recht om binnen een bepaalde periode tegen een bepaalde koers een aandeel in een onderneming te verwerven.⁴⁰ Een future verplicht de ene partij een bepaalde hoeveelheid van een onderliggende waarde, zoals aandelen of grondstoffen, tegen een vastgestelde prijs op een bepaalde datum in de toekomst te leveren en een optie is het recht om een specifieke hoeveelheid van de onderliggende waarde, bijvoorbeeld aandelen, te kopen of te verkopen tegen betaling van een vastgestelde prijs gedurende een bepaalde periode of op een specifieke datum.⁴¹ Niet alle derivaten zijn effecten in de zin van de Collateral Richtlijn. Dat is alleen

³⁷ Zie ook Dalhuisen 2010-II, p. 610.

³⁸ *Idem.*

³⁹ Zie Devos 2006, p. 38.

⁴⁰ Zie ook Dalhuisen 2010-II, p. 611.

⁴¹ Zie over deze derivaten nader § 2.3.4.1.

het geval wanneer deze verhandelbaar zijn.⁴² OTC-derivaten zijn om deze reden in de regel geen effecten in de zin van de Collateral Richtlijn.⁴³

De vierde categorie effecten die wordt genoemd in art. 2 lid 1 sub e Collateral Richtlijn zijn rechten van deelneming in instellingen voor collectieve belegging (hierna: 'ICBE's'). ICBE's zijn:

'instellingen waarvan het uitsluitende doel is de collectieve belegging in effecten en/of andere (...) liquide financiële activa van uit het publiek aangetrokken kapitaal, met toepassing van het beginsel van risicospreiding en waarvan de rechten van deelneming op verzoek van de houders ten laste van de activa van deze instellingen direct of indirect worden ingekocht of terugbetaald'.⁴⁴

De rechten van deelneming die door een ICBE worden aangeboden aan beleggers, ook wel aangeduid als participaties, vallen ook onder de definitie van effecten in de zin van de Collateral Richtlijn. Hetzelfde geldt ten slotte voor geldmarktinstrumenten. Onder geldmarktinstrumenten wordt verstaan instrumenten die gewoonlijk op de geldmarkt verhandeld worden, liquide zijn en waarvan de waarde te allen tijde nauwkeurig kan worden vastgesteld.⁴⁵ Voorbeelden hiervan zijn schatkistcertificaten, kortlopend papier van lokale overheden, depositocertificaten, *commercial paper*, verhandelbaar papier over middellange termijn (*medium term notes*) en bankaccepten.⁴⁶

Het slot van art. 2 lid 1 sub e Collateral Richtlijn bepaalt dat 'vorderingen op of rechten ten aanzien van een van voornoemde instrumenten' ook onder de definitie van effecten vallen. Het toevoegen van deze zinsnede houdt verband met de in de vorige paragraaf geschetste ontwikkeling van papieren effecten naar girale effecten. Met de bovengenoemde zinsnede wordt beoogd onder het bereik van de definitie van effecten te brengen:

'the securities entitlement organised in some jurisdictions (like in Belgium, Luxembourg and the USA) giving to the holder of a securities account, not a direct and traceable property rights on the underlying securities held abroad via sub-custodians, but co-ownership rights on a pool of fungible securities (the co-ownership right does not apply directly on each of the underlying securities held on a fungible pooled basis but on the book-entry interests in securities as recorded in the books of the intermediary). In such systems, what is transferred or pledged is not the underlying securities but the co-ownership rights of the collateral provider on the pool

42 De Belgische wetgever heeft gekozen voor een ruimer toepassingsbereik door niet het vereiste van verhandelbaarheid aan effecten te stellen. In de Belgische implementatiewetgeving, de Wet Financiële Zekerheden (hierna: 'WFZ'), worden effecten gedefinieerd als alle financiële instrumenten in de zin van art. 2 sub 1 van de Wet Financieel Toezicht, ongeacht of deze verhandelbaar zijn op de kapitaalmarkt (art. 3, 1° WFZ). Zie hierover Hellemans & Bogaerts 2012, nr. 28 en Sagaert 2006, nr. 46.

43 Zie Wood 2007a, nr. 36.011. Volgens Raijmakers en Van Beek 2003, p. 184 vallen swaps per definitie niet onder de definitie van effecten omdat deze volgens de auteurs weliswaar vaak op de kapitaalmarkt worden tegengesloten (dat wil zeggen dat een aan de oorspronkelijke transactie tegengestelde transactie wordt aangegaan) hetgeen economisch een resultaat heeft dat enigszins lijkt op verhandelbaarheid, maar swaps zelf zijn in de regel niet verhandelbaar.

44 Art. 1 lid 2 ICBE-richtlijn.

45 Art. 2 lid 1 sub o ICBE-richtlijn.

46 Overweging 36 ICBE-richtlijn.

*of book-entry fungible securities vis-à-vis the intermediary holding the securities account. This is the sense of the term "right in or in respect of any of the foregoing".*⁴⁷

Illustratief in dat opzicht is de Belgische implementatiewetgeving, de Wet Financiële Zekerheden (hierna: 'WFZ').⁴⁸ Art. 3, 1° WFZ bepaalt dat het begrip 'financiële instrumenten' onder meer omvat:

'(...) een recht op of ten aanzien van een dergelijk financieel instrument, met inbegrip van een recht van mede-eigendom, van onlichamelijke aard, dat wordt gevestigd op de universaliteit van financiële instrumenten van dezelfde aard (...).'

Tot slot dient erop te worden gewezen dat voor effecten een opt-outmogelijkheid in de Collateral Richtlijn is opgenomen. Art. 1 lid 4 onder b geeft de mogelijkheid om bepaalde aandelen van het toepassingsbereik van de implementatiewetgeving uit te sluiten. Het gaat om door de zekerheidsgever aangehouden eigen aandelen, aandelen in verbonden ondernemingen en aandelen in ondernemingen wier uitsluitend doel is productiemiddelen te bezitten die van wezenlijk belang zijn voor de onderneming van de zekerheidsgever of wier uitsluitend doel is om onroerend goed te bezitten. Van de in dit onderzoek betrokken jurisdicties heeft alleen Duitsland gedeeltelijk gebruik gemaakt van deze opt-outmogelijkheid, namelijk voor zover het door de zekerheidsgever aangehouden eigen aandelen en aandelen in verbonden ondernemingen betreft.⁴⁹

2.3 Zekerheid op girale activa in de financiële praktijk

2.3.1 Inleiding

Zekerheid op girale activa speelt, zoals in § 1.1 cijfermatig werd weergegeven, een belangrijke rol in de (internationale) financiële praktijk. Volgens een rapport van BIS getiteld 'Collateral in the wholesale financial markets' worden girale activa voornamelijk in zekerheid gegeven door en aan de financiële marktpartijen in het kader van (i) *repurchase agreements*, (ii) *securities lending agreements*, (iii) derivatenovereenkomsten en (iv) in verband met betalings- en afwikkelingssystemen.⁵⁰ Aan deze financiële transacties waarbij zekerheid wordt gesteld in de vorm van girale activa, zijn de volgende paragrafen gewijd. Zekerheid in het kader van betalings- en effectenafwikkelingssystemen komt later aan bod, in

⁴⁷ Devos 2006, p. 38. Vgl. art. 9 lid 2 Finaliteitsrichtlijn: '(...) zakelijke zekerheden in de vorm van effecten (*of van rechten ten aanzien van effecten*) (...)' [cursivering JD]. Zie over de Finaliteitsrichtlijn nader § 3.2. De terminologie '(rechten met betrekking tot) effecten' (*interests in securities*) is ontwikkeld door Joanna Benjamin, zie Benjamin 2001, nr. 1.05 en 2.21 e.v.

⁴⁸ Zie over de Belgische implementatiewetgeving nader § 4.2.1.

⁴⁹ § 1 lid 17 Kreditwesengesetz. Zie over de implementatie van de Collateral Richtlijn in het Duitse recht nader § 4.2.2 en voor een overzicht van alle lidstaten die gebruik hebben gemaakt van deze opt-outmogelijkheid: EFMLG, 'Survey on the implementation of Directive 2002/47/EC on financial collateral arrangements', maart 2006, p. 13.

⁵⁰ BIS, 'Collateral in wholesale financial markets: recent trends, risk management and market dynamics', maart 2001, p. 6 (hierna: 'BIS-rapport 2001'). Zie tevens Goode/Gullifer 2013, nr. 6.27-6.28, Keijser 2006, p. 10 e.v. en Van Vliet 2008.

§ 3.2, omdat dit het onderwerp is van een andere Europese richtlijn, de Finaliteitsrichtlijn.

2.3.2 *Repurchase agreements*

2.3.2.1 WAT ZIJN REPURCHASE AGREEMENTS?

Een *repurchase agreement* is een overeenkomst waarbij de ene partij – aangeduid als *seller* – een bepaalde hoeveelheid effecten⁵¹ overdraagt aan zijn wederpartij (*buyer*) tegen betaling van de koopprijs. Partijen spreken tegelijkertijd af dat een gelijke hoeveelheid effecten van dezelfde soort door de *seller* wordt teruggekocht en op een overeengekomen later tijdstip (*repurchase date*) of op verzoek van de *seller* tegen betaling van de *repurchase price* wordt geleverd. De *repurchase price* bestaat uit de oorspronkelijke koopprijs en een rentecomponent berekend over de looptijd van de overeenkomst.

Een voorbeeld ter verduidelijking. Bank A verkoopt en levert effecten aan Bank B tegen betaling van de koopprijs (€ 25 miljoen). Tegelijkertijd komen partijen overeen dat A de effecten de volgende dag terugkoopt voor € 25.002.054,79 (een zogenaamde *overnight repo*). Dit bedrag – de *repurchase price* – bestaat uit de oorspronkelijke koopprijs (€ 25.000.000) plus een rentecomponent ($1/365 \cdot 3\%$ van € 25.000.000 = € 2.054,79). De levering van soortgelijke effecten vindt de volgende dag plaats tegen betaling van de *repurchase price*.

Vanuit economisch perspectief gaat het bij een repo om een geldlening op onderpand van effecten. Juridisch is deze geldlening echter ingekleed als twee koopovereenkomsten: de eerste koopovereenkomst verplicht de *seller* (in het voorbeeld: A) tot levering van effecten, terwijl de tweede koopovereenkomst de *buyer* (in het voorbeeld: B) verplicht tot levering van soortgelijke effecten voor een iets hogere koopprijs op een later moment aan A.⁵²

2.3.2.2 WIE ZIJN PARTIJ BIJ EEN REPURCHASE AGREEMENT?

Repo's worden aangegaan door financiële instellingen en andere professionele partijen. Zo verstrekken commerciële banken elkaar door middel van repo's omvangrijke geldleningen met een korte looptijd.⁵³ In dat verband wordt wel gesproken van interbancaire transacties. Ook andere professionele partijen zoals overheidsinstanties, verzekeraars, pensioenfondsen, beleggingsinstellingen en concernfinancieringsmaatschappijen zijn partij bij *repurchase agreements*.⁵⁴

⁵¹ Repo's kunnen ook worden aangegaan met andere vervangbare goederen, zoals landbouwproducten en edele metalen, zie Rank 1998b, p. 413. De GMRA – de belangrijkste gestandaardiseerde raamovereenkomst voor repo's, zie daarover § 2.3.2.3 en § 2.3.2.4 – heeft echter alleen betrekking op effecten (art. 1(a) GMRA). Daarbij knoop ik hier aan.

⁵² Waarom partijen voor deze constructie kiezen en bijvoorbeeld niet voor de vestiging van een beperkt zekerheidsrecht op effecten, komt aan bod in § 8.2.

⁵³ Zie Van Setten 2003, p. 90.

⁵⁴ Zie Choudhry 2006, p. 2 en 4 en BIS-rapport 2001, p. 6.

Centrale banken, waaronder het Eurosysteem, gebruiken *repurchase agreements* als middel ter uitvoering van het monetaire beleid.⁵⁵ Dit gaat als volgt in zijn werk. Het Eurosysteem verstrekt (onder meer) liquiditeit aan banken in het kader van open-markttransacties.⁵⁶ Open-markttransacties hebben als doel het sturen van de rente, het beheersen van de liquiditeitsverhoudingen op de markt en het afgeven van signalen omtrent de koers van het monetaire beleid. Aan het Eurosysteem staan vijf instrumenten ter beschikking om open-markttransacties uit te voeren. Het belangrijkste instrument zijn ‘transacties met wederinkoop’ (*reverse transactions*). In het kader van een *reverse transaction* leent het Eurosysteem geld aan een daarvoor in aanmerking komende financiële instelling, zoals een bank. Dit gebeurt door middel van een *repurchase agreement* of *collateralised loan agreement*. Bij een dergelijk *repurchase agreement* draagt de bank effecten of andere door het Eurosysteem geaccepteerde goederen (zogenaamde ‘beleenbare activa’) over aan het Eurosysteem als waarborg voor de terugbetaling van de geldlening.⁵⁷ In het geval van een *collateralised loan agreement* wordt ter verzekering van een door een centrale bank verstrekt krediet een beperkt zekerheidsrecht gevestigd op beleenbare activa.

2.3.2.3 GESTANDAARDISEERDE RAAMOVEREENKOMSTEN VOOR REPO'S

Repurchase agreements worden vaak aangegaan onder een raam- of kaderovereenkomst (in het Engels: *master agreement*). De raamovereenkomst bevat de algemene bepalingen waaronder *repurchase agreements* tussen twee partijen worden aangegaan, zoals de verplichtingen van partijen en de gevolgen van niet nakoming van een van deze verplichtingen (een *event of default*). In een bevestiging (*confirmation*) worden de specifieke voorwaarden voor een *repurchase agreement* neergelegd, zoals de looptijd en de hoogte van de rente. Het voordeel van het gebruik van raamovereenkomsten is dat niet bij iedere repo-transactie opnieuw onderhandeld hoeft te worden over de voorwaarden waaronder de repo wordt aangegaan. De raamovereenkomst is zodanig vormgegeven dat één partij bij de ene repotransactie als *seller* kan optreden en bij de andere repotransactie als *buyer*.

In de jaren negentig van de vorige eeuw hebben belangenorganisaties van financiële marktpartijen, de Securities Industry and Financial Markets Association (hierna: ‘SIFMA’) en de ICMA, standaarddocumentatie ontwikkeld voor repo's in de vorm van een raamovereenkomst: de Global Master Repurchase Agreement (hierna: ‘GMRA’).⁵⁸ De GMRA wordt beheerst door Engels recht.⁵⁹

55 Volgens Choudhry is de eerste repo geïnitieerd door de US Federal Reserve in 1918 (Choudhry 2006, voorwoord en p. 2).

56 Zie over het navolgende § 1.3.1 van Bijlage 1 getiteld ‘De uitvoering van het monetaire beleid in het eurogebied: Algemene documentatie inzake de monetaire-beleidsinstrumenten en -procedures van het Eurosysteem’ van het Richtsnoer van de ECB van 20 september 2011 betreffende monetaire beleidsinstrumenten en -procedures van het Eurosysteem (herschikking), ECB/2011/14 (hierna: ‘Algemene Documentatie’). Zie tevens Keijser 2006, p. 53-63.

57 Zie daarover Algemene Documentatie, hoofdstuk 6.

58 De GMRA is beschikbaar via www.icmagroup.org. Zie over de GRMA Keijser 2006, p. 20-22 en 25 e.v. en Rank 2010, § 11.2.2.

59 Art. 17 GMRA.

Zij wordt echter niet alleen gebruikt op de Engelse repomarkt, maar ook op grote schaal op andere binnenlandse Europese en grensoverschrijdende repomarkten.⁶⁰ De GMRA is dus de standaarddocumentatie voor *repurchase agreements* in Europa.⁶¹ In de Verenigde Staten wordt voornamelijk gebruik gemaakt van de door het recht van de staat New York beheerste Master Repurchase Agreement (hierna: 'MRA').⁶² Er zijn ook gestandaardiseerde raamovereenkomsten opgesteld die primair bedoeld zijn voor een nationale markt. Zo bestaat voor de Duitse markt het door Duits recht beheerste Rahmenvertrag für echte Wertpapierpensionsgeschäfte, ontwikkeld door het Duitse Bankenverband.⁶³

Om inzicht te krijgen in de geldigheid en vlotte uitwinbaarheid van door Engels recht of het recht van de staat New York beheerste zekerheidsarrangementen wanneer de wederpartij insolvent raakt en buitenlands goederen- en/of insolventierecht van toepassing is, wordt door de zekerheidsnemer juridisch advies gevraagd (in de vorm van een *legal opinion*⁶⁴) in die (andere) jurisdictie omtrent de geldigheid en afdwingbaarheid van de zekerheidsstelling. Wanneer girale activa in zekerheid worden gegeven in het kader van gestandaardiseerde *master agreements* zoals de GMRA en de hierna te bespreken GMSLA en ISDA Master Agreement met Credit Support Document, worden juridische adviezen beschikbaar gesteld door de organisatie die de *master agreement* heeft opgesteld.⁶⁵

2.3.2.4 DE GLOBAL MASTER REPURCHASE AGREEMENT

De GMRA is gebaseerd op een drietal uitgangspunten: *outright transfer*, *margin maintenance*- en substitutiebepalingen en *close-out-netting*.⁶⁶ In het onderstaande bespreek ik deze drie kenmerkende eigenschappen van de GMRA. Bij die bespreking is van belang dat men in het achterhoofd houdt dat de GMRA wordt beheerst door Engels recht.

De GMRA voorziet in een *outright transfer* van girale activa.⁶⁷ Een *outright transfer* is een overdracht tot zekerheid waarbij de zekerheidsgever iedere goederenrechtelijke aanspraak op het onderpand verliest.⁶⁸ Omdat de zekerheidsnemer rechthebbende wordt van de in zekerheid gegeven girale activa en niet de verplichting heeft om dezelfde effecten terug te leveren, maar kan volstaan met levering van een gelijke hoeveelheid effecten van dezelfde soort, kan de zekerheidsnemer naar eigen inzicht beschikken over de effecten.

60 Zie Choudhry 2006, p. 131.

61 Zo ook Choudhry 2006, p. 131, Keijser 2006, p. 20 en Meijer Timmerman Thijssen 2009, p. 124.

62 *Idem*. De MRA is beschikbaar via www.sifma.org.

63 Deze is beschikbaar via de website van het Bankenverband, <http://bankenverband.de/themen/fachinformationen/finanzmaerkte/rahmenvertraege-fuer-finanzgeschaefte>.

64 Zie over *legal opinions* (en *best practices* in de Nederlandse opiniepraktijk) Van Schilfgaarde 2014 met verdere verwijzingen.

65 Zie voor de *legal opinions* met betrekking tot de GMRA: <http://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/short-term-markets/Repo-Markets/GMRA-Legal-opinions/>.

66 Zo ook Choudhry 2006, p. 133.

67 Art. 1 GMRA.

68 Zie over de *outright transfer* in meer detail § 5.2.4.4.

Daarnaast bevat de GMRA bepalingen omtrent *margin maintenance*⁶⁹ en substitutie van onderpand.⁷⁰ Het doel van een *margin maintenance* is de zekerheidsnemer en de zekerheidsgever te beschermen tegen het insolventierisico dat kan ontstaan ten gevolge van prijsfluctuaties van de in zekerheid gegeven effecten. Wanneer, kort gezegd, de waarde van de effecten lager is dan de verzekerde verplichting, kan de zekerheidsnemer een *margin* (of *collateral*) *call* doen. Omgekeerd kan de zekerheidsgever de zekerheidsnemer verzoeken om restitutie van effecten wanneer er sprake is van overwaarde. Daarnaast wordt de zekerheidsgever vaak de bevoegdheid toegekend de in zekerheid gegeven effecten te vervangen door andere effecten. Dit wordt aangeduid als *substitution*.

Ten slotte voorziet de GMRA in close-out-netting.⁷¹ Dit houdt in dat, wanneer zich een *event of default* voordoet, (i) de verplichtingen van beide partijen uit alle repotransacties aangegaan onder de GMRA onmiddellijk opeisbaar worden (*early termination*), (ii) voor zover nodig in een verplichting tot betaling van een geldsom worden omgezet en (iii) de wederzijdse verplichtingen met elkaar worden verrekend (*set-off*) zodat één netto betalingsverplichting resteert.

2.3.3 *Securities lending agreements*

2.3.3.1 WAT ZIJN SECURITIES LENDING AGREEMENTS EN WIE ZIJN DAARBIJ PARTIJ?

Een *securities lending agreement* is een overeenkomst op grond waarvan effecten tegen een vergoeding in verbruikleen worden gegeven door de ene partij (de *lender*) aan de andere partij (de *borrower*).⁷² Ter verzekering van de verplichting van de *borrower* tot overdracht van effecten die gelijkwaardig zijn aan de in verbruikleen gegeven effecten op een afgesproken tijdstip in de toekomst of op verzoek van de *lender*, kan de *lender* zekerheid eisen.⁷³ De zekerheid heeft vaak de vorm van geld of andere effecten.⁷⁴ Verzekeraars en pensioenfondsen treden in de praktijk op als verbruikleengever van effecten. Zij ontvangen voor het in verbruikleen geven van effecten een vergoeding en kunnen zo de opbrengst op hun effectenportefeuilles verhogen.⁷⁵ Effecten worden ook door banken en *prime brokers* in verbruikleen gegeven.⁷⁶

⁶⁹ Art. 4 GMRA.

⁷⁰ Art. 8 GMRA.

⁷¹ Art. 10 GMRA.

⁷² Naar Nederlands recht gaat het bij een *securities lending agreement* doorgaans om een overeenkomst van verbruikleen (art. 7A:1791 e.v. BW). Zie daarover Van Setten 2003, p. 90, voetnoot 121.

⁷³ Wanneer een *securities lending agreement* is aangegaan op basis van de hierna te bespreken GMSLA of MSLA, wordt zekerheid vereist voor de daaruit voortvloeiende verplichtingen. Het is echter niet inherent aan een *securities lending agreement* – in tegenstelling tot een *repurchase agreement* – dat zekerheid wordt gesteld. Zie daarover § 4.3.1.2.

⁷⁴ Zie bijvoorbeeld de definitie van *collateral* in art. 2 van de GMSLA, een veelgebruikte raamovereenkomst voor *securities lending*: ‘*Collateral means such securities or financial instruments or transfers of currency (...)*’.

⁷⁵ Zie bijvoorbeeld Choudhry 2006, p. 13.

⁷⁶ Zie over de vraag wat *prime brokerage* inhoudt § 7.2.2 hierna.

2.3.3.2 GESTANDAARDISEERDE RAAMOVEREENKOMSTEN VOOR SECURITIES LENDING AGREEMENTS

Securities lending agreements worden doorgaans aangegaan op basis van de Global Master Securities Lending Agreement (hierna: 'GMSLA').⁷⁷ Deze *master agreement* is opgesteld door de International Securities Lending Association (hierna: 'ISLA'), een belangenorganisatie voor *lenders* en *borrowers* van effecten. De GMSLA wordt beheerst door Engels recht.⁷⁸ Evenals de GMRA, voorziet de GMSLA in de overdracht tot zekerheid (*outright transfer*) van girale activa, bevat zij *margin maintenance*- en substitutie bepalingen en leidt een *event of default* tot close-out-netting.⁷⁹

De Amerikaanse equivalent van de GMSLA is de Master Securities Lending Agreement (hierna: 'MSLA').⁸⁰ Anders dan de GMSLA voorziet de MSLA niet in de overdracht tot zekerheid van girale activa, maar in de vestiging van een beperkt zekerheidsrecht (*security interest*) daarop.⁸¹ Ook voor *securities lending agreements* bestaan gestandaardiseerde raamovereenkomsten die voor nationale markten ontwikkeld zijn, zoals het Deutscher Rahmenvertrag für Wertpapierdarlehen, gepubliceerd door en beschikbaar via de website van het Duitse Bankenverband.⁸²

2.3.4 Zekerheid op girale activa in het kader van derivatenovereenkomsten

2.3.4.1 DERIVATENOVEREENKOMSTEN

Derivatenovereenkomsten zijn overeenkomsten waarbij de verplichtingen van partijen afhankelijk zijn van de waarde van onderliggende goederen, een koers of een index.⁸³ Partijen bij een derivatenovereenkomst zijn voornamelijk professionele partijen, zoals banken, verzekeraars, pensioenfondsen, beleggingsinstellingen en ondernemingen.⁸⁴ Hoewel derivatenovereenkomsten zeer complex kunnen zijn en om verschillende redenen worden aangegaan, kunnen deze grofweg worden ingedeeld in drie categorieën: futures, opties en swaps.⁸⁵

Een future verplicht de ene partij een bepaalde hoeveelheid van een onderliggende waarde, zoals valuta, grondstoffen of edelmetalen, tegen een vastgestelde prijs op een bepaalde datum in de toekomst te leveren. Zijn wederpartij heeft de verplichting om de goederen in ontvangst te nemen en te betalen. Een voorbeeld

77 Aldus ook Keijser 2006, p. 23 en Goode/Gullifer 2013, nr. 3.08, voetnoot 29. De GMSLA is beschikbaar via www.isla.co.uk/gmsla. Zie over de GMSLA Keijser 2006, p. 22-23 en 25 e.v. en Rank 2010, § 11.2.3.

78 Art. 23 GMSLA.

79 Art. 1, 5 resp. 10 GMSLA.

80 De MSLA wordt beheerst door het recht van de staat New York, zie art. 19 MSLA. De MSLA is beschikbaar via www.sifna.org.

81 Art. 4.2 MSLA.

82 Zie <http://bankenverband.de/themen/fachinformationen/finanzmaerkte/rahmenvertraege-fuer-finanzgeschaeft>.

83 Vgl. de definitie van 'derivative' in de BIS Glossary 2003: 'a financial contract the value of which depends on the value of one or more underlying reference assets, rates or indices'. Zie over derivaten uitgebreid Wood 2007b, nr. 10.001 e.v.

84 Zie Wood 2007b, nr. 10.005.

85 Zie bijvoorbeeld Wood 2007b, nr. 10.001.

van een future is de levering van 100 ton tarwe over zes maanden voor € 200 per ton. Een future kan bijvoorbeeld worden aangegaan door een producent van tarwe om het risico af te dekken dat de marktprijs van tarwe daalt (*hedging*). Futures kunnen ook door beleggers worden aangegaan om te speculeren op dalende of stijgende prijzen. Veelal vindt bij futures geen fysieke afwikkeling plaats, wat zou betekenen dat de valuta, grondstof of het edelmetaal daadwerkelijk geleverd wordt. Afwikkeling vindt doorgaans plaats door betaling van het verschil tussen de overeengekomen koopprijs en de actuele marktprijs (*cash settlement*).

Een optie is het recht om een specifieke hoeveelheid van de onderliggende waarde tegen betaling van een vastgestelde prijs gedurende een bepaalde periode of op een specifieke datum te kopen (een call optie) of te verkopen (een put optie). Een swap kan globaal omschreven worden als een overeenkomst voor de uitwisseling van betalingsverplichtingen tussen twee partijen op enig moment in de toekomst aan de hand van een bepaalde formule. Veelvoorkomende swaps zijn renteswaps en valutaswaps. Wat (rente)swaps zijn, kan het beste geïllustreerd worden aan de hand van een voorbeeld.

A leent van X een bedrag van € 100 miljoen tegen een variabel rentepercentage. A kan dit omzetten in een vast rentepercentage (zodat A meer duidelijk verkrijgt over de hoogte van zijn toekomstige rente-uitgaven) door een renteswap overeen te komen met B. A verplicht zich gedurende een bepaalde tijd (bijvoorbeeld 5 jaar) een vast rentepercentage van 3% over het onderliggende bedrag (€ 100 miljoen) aan B te betalen en B verbindt zich jaarlijks over hetzelfde bedrag een variabele rente aan A te betalen die A aan X verschuldigd is. Op deze manier kunnen variabele, onzekere rentelasten worden omgezet in vaste rentelasten, zodat het risico dat de rente stijgt, wordt afgedekt (*hedging*). Een renteswap kan echter ook gebruikt worden voor speculatie wanneer de onderliggende lening niet wordt aangegaan.⁸⁶

2.3.4.2 ZEKERHEIDSARRANGEMENTEN IN HET KADER VAN DERIVATENOVEREENKOMSTEN

2.3.4.2.1 Op de beurs verhandelbare derivaten

Voor bepaalde derivaten, zoals futures en opties, bestaan beurzen waarop deze worden verhandeld.⁸⁷ Wanneer wordt gehandeld in derivaten via een beurs, zijn partijen verplicht als zekerheid voor de nakoming van de verplichtingen die uit het derivaat voortvloeien onderpand te storten op rekeningen die worden aangehouden bij een *clearing house*.⁸⁸ Het onderpand wordt *margin* genoemd en bestaat doorgaans uit geld of effecten.⁸⁹

⁸⁶ In 2012 heeft het afsluiten van renteswaps zonder onderliggende lening met onderpandregelingen onder meer tot grote problemen bij de Nederlandse woningcorporatie Vestia geleid. Zie over het gebruik van derivaten in de publieke sector: Botter 2013.

⁸⁷ Zie Wood 2007b, nr. 11.008.

⁸⁸ Zie Wood 2007b, nr. 11.009.

⁸⁹ Vgl. de definitie van 'margin' in de BIS Glossary 2003: 'in the futures/commodity markets, margin is a good faith deposit (of money, securities or other financial instruments) required by the futures clearing system to assure performance'.

2.3.4.2.2 OTC-derivaten

OTC-derivaten⁹⁰ worden vaak aangegaan op basis van het ISDA Master Agreement.⁹¹ Het ISDA Master Agreement is een raamovereenkomst, dat wil zeggen dat onder de in het ISDA Master Agreement opgenomen voorwaarden meerdere derivatentransacties kunnen worden aangegaan. Op basis van *margin maintenance*-bepalingen wordt regelmatig, vaak dagelijks, vastgesteld wat de rechten en verplichtingen zijn van de partijen bij een ISDA Master Agreement uit hoofde van de daaronder aangegane derivatentransactie(s). Voor het bedrag dat na het wegstrepen van de winsten en verliezen van de partijen voortvloeiend uit de (verschillende) derivatentransactie(s) resteert, kunnen partijen overeenkomen dat zekerheid moet worden gesteld.

De zekerheidsverschaffing vindt in de praktijk veelal plaats op basis van een ISDA Credit Support Document.⁹² De meest gebruikte zekerheidsdocumentatie is de 1995 ISDA Credit Support Annex (New York law), die voorziet in de vestiging van een beperkt zekerheidsrecht op girale activa en wordt beheerst door het recht van de staat New York en de 1995 ISDA Credit Support Annex (English law), die voorziet in de overdracht tot zekerheid daarvan en wordt beheerst door Engels recht. Van beide Credit Support Annexes zijn in 2013 nieuwe versies verschenen. Alternatieven voor de Credit Support Annexes zijn de 1994 Credit Support Deed (English law) en de 2001 ISDA Margin Provisions.⁹³

Uit de *Margin Surveys* die sinds 1999 door de ISDA worden uitgevoerd, blijkt dat het aantal OTC-derivaten waarbij zekerheid gesteld wordt, in de periode 2001-2013 enorm is gegroeid. Het aantal zekerheidsarrangementen bij OTC-derivaten is toegenomen van ongeveer 16.000 in 2001 tot 133.155 eind 2013.⁹⁴ In 87% gaat het om ISDA zekerheidsarrangementen.⁹⁵ Uit de ISDA *Margin Survey* blijkt voorts dat de goederen die in zekerheid worden gegeven voor verplichtingen uit derivatenovereenkomsten voor bijna 90% bestaat uit geld en staatsobligaties.⁹⁶

Wat betreft zekerheid in het kader van OTC-derivaten dient ten slotte gewezen te worden op de *European Market Infrastructure Regulation*, kortweg EMIR.⁹⁷

⁹⁰ OTC-derivaten zijn derivaten die niet via een beurs worden aangegaan. Zie daarover voetnoot 8 (hoofdstuk 1).

⁹¹ Zie Wood 2007b, nr. 12.003.

⁹² Volgens het meest recente *Margin Survey* van de ISDA (zie over deze *surveys* nader voetnoot 9 (hoofdstuk 1)) wordt in 87% van de gevallen dat zekerheid wordt gesteld bij OTC-derivaten gebruik gemaakt van ISDA zekerheidsdocumentatie (ISDA, 'ISDA Margin Survey 2014', april 2014, p. 3). Zie over de ISDA-documentatie onder meer Rank 2009 en Wood 2007b, nr. 12.001 e.v.

⁹³ Uit het ISDA Margin Survey 2014 blijkt dat in 2013 de door New Yorks recht beheerste CSA het meeste wordt gebruikt (47,6%), gevolgd door de Engelse CSA (28,3%). In 2,4% van de gevallen wordt gebruikt gemaakt van de ISDA Credit Support Deed, ISDA Margin Provisions of ISDA Credit Support Annex (Japanese law). In 11,9% van de gevallen wordt andere zekerheidsdocumentatie gebruikt en in 9,8% van de gevallen wordt geen zekerheid gesteld. Zie voor deze cijfers ISDA, 'ISDA Margin Survey 2014', april 2014, p. 9.

⁹⁴ ISDA, 'ISDA Margin Survey 2001', p. 10 en ISDA, 'ISDA Margin Survey 2014', april 2014, p. 9.

⁹⁵ ISDA, 'ISDA Margin Survey 2014', april 2014, p. 9.

⁹⁶ ISDA, 'ISDA Margin Survey 2014', april 2014, p. 7.

⁹⁷ Verordening nr. 648/2012 van het Europees Parlement en de Raad van 4 juli 2012 betreffende otc-derivaten, centrale tegenpartijen en transactieregisters, *PbEU* 2012 L 201/1. Zie over de achtergrond van de totstandkoming van EMIR: Silverentand e.a. 2013, p. 381 e.v.

Deze verordening is in werking getreden op 16 augustus 2012. Op grond van deze verordening dienen OTC-derivatencontracten aangegaan door ‘financiële tegenpartijen’, zoals beleggingsondernemingen, banken en verzekeraars, te worden ‘gecleard’ via een centrale tegenpartij (*central counterparty*, hierna ook: ‘CCP’).⁹⁸ Dit houdt in dat de centrale tegenpartij door schuldvernieuwing in de rechten en verplichtingen van de partijen treedt, waardoor de oorspronkelijke overeenkomst tussen de twee partijen bij een derivatenovereenkomst wordt vervangen door een overeenkomst tussen de ene partij en de CCP en de wederpartij en de CCP. De CCP treedt bij OTC-derivaten anders gezegd op als de exclusieve tegenpartij van de partijen bij de overeenkomst, zodat zij onderling geen insolventierisico meer lopen op elkaar. Gebruikers van centraal te clearen OTC-derivaten moeten (via hun clearinglid)⁹⁹ ter verzekering van de daaruit voortvloeiende verplichtingen onderpand aanhouden bij de betreffende CCP. Wanneer OTC-derivatencontracten niet gecleard hoeven te worden via een centrale tegenpartij, hebben partijen bij het derivaat onder meer de verplichting tot dagelijkse waardering van de uitstaande rechten en verplichtingen tegen de marktwaaarde (*marking to market*; art. 11 lid 2 EMIR) en de verplichting tot ‘tijdige, nauwkeurige en passend gescheiden uitwisseling van zekerheden’ (art. 11 lid 3 EMIR).¹⁰⁰ Op grond van EMIR kan een partij bij een OTC-derivaat dus een *verplichting* hebben om zekerheid te stellen.

2.4 Zekerheid op kredietvorderingen

Kredietvorderingen zijn geldvorderingen die voortvloeien uit een overeenkomst waarbij een bank krediet verleent in de vorm van een lening.¹⁰¹ Kredietvorderingen worden in het bijzonder in zekerheid gegeven door banken aan centrale banken.¹⁰² Kredietvorderingen kunnen ook aan andere financiële instellingen in zekerheid worden gegeven – men denke aan een *repurchase agreement* waarbij een bank zekerheid stelt in de vorm van kredietvorderingen aan een andere bank –, maar in de praktijk komt dit nauwelijks voor.¹⁰³ Een reden daarvoor kan zijn dat een kredietvordering minder liquide is dan giraal geld en girale effecten.

In de inleiding van dit hoofdstuk werd er reeds op gewezen dat de Collateral Richtlijn aanvankelijk slechts betrekking had op zekerheid op geld en effecten, maar in 2009 is uitgebreid tot zekerheid op kredietvorderingen. Deze uitbreiding hangt samen met een wijziging van het beleid van het Eurosysteem wat betreft

98 Zie over de verplichtingen van financiële partijen en niet-financiële partijen onder EMIR uitgebreid De Graaf & Stegeman 2011, p. 63 e.v. en Dempster 2014. Zie over de rol van centrale tegenpartijen in het algemeen IMF, ‘Global Financial Stability Report. Meeting new challenges to stability and building a safer system’, april 2010, hoofdstuk 3.

99 Omdat niet alle aan de clearingverplichting onderworpen marktdeelnemers in staat zijn clearinglid van een CCP te worden omdat aan clearingleden allerlei eisen gesteld worden, hebben zij de mogelijkheid om als cliënt van een clearinglid toegang te krijgen tot de CCP.

100 Voor een uitgebreidere beschrijving van derivatenclearing en EMIR wordt verwezen naar Zebregs 2013.

101 Art. 2 lid 1 sub o Collateral Richtlijn.

102 Zie bijvoorbeeld *Kamerstukken II* 2009/10, 32 457, nr. 3, p. 11 en BT-Drucks 17/1720, p. 1.

103 Minder dan 1% van het onderpand bij *repurchase agreements* bestaat uit kredietvorderingen, zie DG Economische en financiële zaken, ‘Shadow Banking – Minimum Haircuts on Collateral’, nr. IP/A/ECON/NT/2012-29, juli 2013, p. 23, beschikbaar via [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/note/join/2013/507462/IPOL-ECON_NT\(2013\)507462_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/note/join/2013/507462/IPOL-ECON_NT(2013)507462_EN.pdf).

‘beleenbare activa voor monetaire beleidstransacties van het Eurosysteem’, dat zijn de goederen die aan het Eurosysteem in zekerheid kunnen worden gegeven. Ik licht het verband tussen deze beleidswijziging en de uitbreiding van de Collateral Richtlijn tot zekerheid op kredietvorderingen hieronder nader toe.

Conform art. 18.1 van de Statuten van het Eurosysteem¹⁰⁴ moeten alle krediettransacties die door het Eurosysteem worden verricht met kredietinstellingen en andere marktpartijen gedekt worden door ‘toereikend onderpand’ (*‘adequate collateral’*). Vóór 2007 werd in verband met de vraag of er sprake is van toereikend onderpand het zogenaamde *two tier system* (tweelagige systeem) gehanteerd: de eerste laag (zogenaamde *tier one assets*) werd gevormd door goederen die voldeden aan de beleenbaarheidscriteria die op dat moment in het hele eurogebied golden en de tweede laag (zogenaamde *tier two assets*) door goederen die de nationale centrale bank goedkeurde als onderpand. Kredietvorderingen behoorden tot de tweede categorie.

De centrale banken van een aantal lidstaten, waaronder Nederland, accepteerden kredietvorderingen als onderpand, terwijl in andere landen kredietvorderingen niet als toereikend onderpand werden gekwalificeerd. Dit leverde volgens de Europese Commissie een ongelijk speelveld op voor de banken in de laatstgenoemde lidstaten omdat het niet accepteren van kredietvorderingen als zekerheid kan resulteren in hogere financieringskosten. Bank in laatstgenoemde lidstaten kunnen de belangrijkste vermogensbestanddelen die op de balans van een bank staan immers niet ‘inzetten’ om financiering te krijgen van de ECB,¹⁰⁵ terwijl er weinig andere mogelijkheden zijn – afgezien van securitisaties – om de waarde die besloten ligt in kredietvorderingen vóór inning van die vorderingen te gelde te maken.¹⁰⁶

Teneinde een *level playing field* te creëren voor banken is het *two tier system* vervangen door een *one tier system*, de zogenaamde enkelvoudige lijst (*single list*). In augustus 2004 heeft de ECB besloten dat ook kredietvorderingen op deze lijst zullen worden opgenomen. Door het opnemen van kredietvorderingen op de *single list* kunnen kredietvorderingen met ingang van 1 januari 2007 als ‘beleenbare activa voor monetaire beleidstransacties van het Eurosysteem’ fungeren in de *gehele* eurozone. De uitbreiding van de Collateral Richtlijn in 2009 tot zekerheid op kredietvorderingen sluit aan op deze ontwikkeling. Met de uitbreiding wordt beoogd grensoverschrijdende zekerheid in de vorm van kredietvorderingen te bevorderen.¹⁰⁷ Met het oog daarop is het door het

¹⁰⁴ Protocol (Nr. 4) betreffende de Statuten van het Europees Stelsel van Centrale Banken en van de Europese Centrale Bank bij het Verdrag betreffende de Werking van de Europese Unie, *PbEU* 2012 C 326/230.

¹⁰⁵ Volgens schatting van de ECB bestaat ruim 50% van het balanstotaal van de banken uit het eurogebied uit kredietvorderingen, zie Europese Commissie, ‘Evaluation Report on the Financial Collateral Directive’, COM(2006)833 (hierna: ‘Evaluatierapport’), p. 7.

¹⁰⁶ ECB, ‘The use of credit claims as collateral for Eurosystem credit operations’, juni 2013, p. 13.

¹⁰⁷ Europese Commissie, ‘Voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van Richtlijn 98/26/EG betreffende het definitieve karakter van de afwikkeling van betalingen en effectentransacties in betalings- en afwikkelingssystemen en Richtlijn 2002/47/EG betreffende financiële zekerheidsovereenkomsten wat gekoppelde systemen en kredietvorderingen betreft’, COM(2008)213, p. 2-3.

Eurosysteem ontwikkelde en geïmplementeerde *Correspondent Central Banking Model* opgezet.¹⁰⁸

Op grond van art. 1 lid 4 sub c Collateral Richtlijn kunnen de lidstaten kredietvorderingen van de werkingssfeer van de Collateral Richtlijn uitsluiten waarbij de debiteur een consument of een kleine of micro-onderneming is. Deze opt-outmogelijkheid bestaat echter niet indien de zekerheidsnemer of de zekerheidsgever van de kredietvordering de ECB, een centrale bank of een andere instelling zoals genoemd in art. 1 lid 2 sub b Collateral Richtlijn is. Van de in dit onderzoek betrokken jurisdicties heeft alleen Nederland hiervan gebruik gemaakt.¹⁰⁹

Naast de opt-outmogelijkheid voor bepaalde kredietvorderingen bevat de Collateral Richtlijn een aantal bijzondere regels voor zekerheid op kredietvorderingen. Zo schrijft art. 5 lid 6 Collateral Richtlijn voor dat het recht van de beperkt zekerheidsgerechtigde om over de in zekerheid gegeven goederen te beschikken als ware hij rechthebbende, niet kan worden bedongen wanneer kredietvorderingen in zekerheid worden gegeven. De reden hiervoor is dat kredietvorderingen niet vervangbaar zijn, zodat het niet mogelijk is om gelijkwaardige kredietvorderingen te retourneren. Art. 1 lid 5 Collateral Richtlijn, dat kort gezegd bepaalt dat de girale activa ‘in het bezit of onder de controle’ van de zekerheidsnemer dienen te komen, bevat een afwijkende regel voor ‘bezit of controle’ van kredietvorderingen. Het formaliteitenverbod geldt ten slotte slechts ten dele voor kredietvorderingen (art. 3 lid 1, tweede zin Collateral Richtlijn). Zekerheid op kredietvorderingen vormt door deze afwijkende bepalingen als het ware een eiland binnen de Collateral Richtlijn dat op zichzelf genomen een proefschrift waard is.¹¹⁰

2.5 Conclusie

De Collateral Richtlijn heeft betrekking op zekerheid op financiële activa: geld, effecten en kredietvorderingen. Geld in de zin van de Collateral Richtlijn is giraal geld: op rekeningen of deposito's gecrediteerde tegoeden bij banken en andere financiële instellingen. Effecten worden in de Collateral Richtlijn – kort gezegd – gedefinieerd als aandelen, obligaties en andere verhandelbare effecten. Effecten worden doorgaans in girale vorm gehouden via een (keten van) intermediair(s). Hierdoor is het mogelijk om effecten eenvoudig te verhandelen én in zekerheid te geven. Kredietvorderingen zijn geldvorderingen die voort-

108 ECB, ‘Correspondent Central Banking Model (CCBM). Procedures for Eurosystem counterparties’, januari 2010. Zie ook <http://www.ecb.int/mopo/assets/coll/ccbm/html/index.en.html>.

109 Art. 7:51 sub f BW. Zie daarover Rank (T&C Burgerlijk Wetboek) 2013, art. 7:51 BW, aant. 2.

110 Om deze reden wordt, zoals reeds in § 1.3 aan de orde kwam, zekerheid op kredietvorderingen in dit boek verder buiten beschouwing gelaten. Voor zekerheid op kredietvorderingen wordt verwezen naar Beekhoven van den Boezem 2010, die onder meer de relevante documentatie van het Eurosysteem en De Nederlandsche Bank (hierna: ‘DNB’) behandelt. Voor de implementatie van de Wijzigingsrichtlijn in het Nederlandse recht wordt verwezen naar Broekers-Knol 2009, Van ‘t Westeinde 2009, Bartels en Jansen 2011 en Heemskerck 2011.

vloeien uit een overeenkomst waarbij een bank krediet verleent in de vorm van een lening.

Girale activa worden voornamelijk in zekerheid gegeven door en aan financiële-marktpartijen, zoals (commerciële) banken, verzekeraars, centrale banken, beleggingsinstellingen en grote ondernemingen in het kader van *repurchase agreements*, *securities lending agreements*, derivatenovereenkomsten en in het kader van betalings- en effectenafwikkelingssystemen. Zekerheid op girale activa speelt dus een belangrijke rol in de financiële praktijk. Zekerheid op kredietvorderingen speelt hoofdzakelijk een belangrijke rol in het kader van monetaire beleidstransacties. Zekerheid op girale activa kan ook een rol spelen in andere financiële transacties dan *repurchase agreements*, *securities lending agreements* en derivatenovereenkomsten. Gedacht kan worden aan de verpanding van banktegoeden van een onderneming ter verzekering van een door de bank aan die onderneming verstrekt krediet. Hoewel een dergelijke zekerheidsstelling onder het toepassingsbereik van de Collateral Richtlijn kan vallen – zie daarover uitgebreid hoofdstuk 4 –, is zij primair bedoeld voor zekerheid op girale activa in het kader van de eerder genoemde financiële transacties.

Voor repo's, *securities lending agreements* en derivatenovereenkomsten is standaarddocumentatie ontwikkeld. Voor *repurchase agreements* wordt vrijwel steeds de GMRA gebruikt, terwijl het standaarddocument voor *securities lending agreements* in Europa de GMSLA is. Voor derivatenovereenkomsten wordt gebruik gemaakt van de ISDA-documentatie. De standaarddocumentatie wordt beheerst door Engels recht of het recht van de staat New York en heeft de vorm van een *master agreement* of raamovereenkomst. Deze standaarddocumentatie heeft een aantal gemeenschappelijke kenmerken. Voor de verplichtingen die voortvloeien uit de (verschillende) transactie(s) die is (zijn) aangegaan onder een raamovereenkomst, wordt doorgaans zekerheid gesteld door girale activa over te dragen tot zekerheid (*outright transfer*). Voor financiële verplichtingen onder *securities lending agreements* en derivatenovereenkomsten wordt ook zekerheid gesteld door de vestiging van een beperkt zekerheidsrecht (*security interest*). Andere gemeenschappelijke kenmerken van deze documentatie is dat zij *margin maintenance*- en substitutie bepalingen bevat en dat een *event of default* tot close-out-netting leidt.

Dat de opstellers van de Collateral Richtlijn bij het opstellen van de richtlijn de bovengenoemde standaarddocumentatie voor *repurchase agreements*, *securities lending agreements* en (zekerheidsarrangementen in het kader van) derivatenovereenkomsten in het achterhoofd hadden, blijkt uit het feit dat de Collateral Richtlijn bepaalde gemeenschappelijke kenmerken van deze standaarddocumentatie institutionaliseert. Zo maakt de Collateral Richtlijn de overdracht tot zekerheid van girale activa (*outright transfer*) mogelijk (art. 6) en bevat de Collateral Richtlijn bepalingen met betrekking tot *margin maintenance* en substitutie van onderpand (art. 8) en close-out-netting (art. 7). De totstandkoming en inhoud van de Collateral Richtlijn is het onderwerp van het volgende hoofdstuk.

3 | Harmonisatie van het recht betreffende zekerheid op girale activa

3.1 Inleiding

In dit hoofdstuk staat de totstandkoming en inhoud van de Collateral Richtlijn centraal. Vóór de totstandkoming van de Collateral Richtlijn bestond er reeds (zeer beperkte) Europese regelgeving op het terrein van zekerheid op girale activa. Deze regelgeving – de Finaliteitsrichtlijn¹ – komt allereerst aan bod (§ 3.2). Na de totstandkoming van de Finaliteitsrichtlijn hebben verschillende (belangen)organisaties aangedrongen op harmonisatie van nationale regels betreffende zekerheid op girale activa. Dit wordt besproken in § 3.3. In § 3.4 komen de problemen aan de orde die zich voordoen bij zekerheid op girale activa (in een grensoverschrijdende context). De Europese wetgever heeft getracht deze problemen het hoofd te bieden door harmonisatie van goederenrechtelijke en insolventierechtelijke regels en een regel van conflictenrecht (§ 3.5 en 3.6). De Collateral Richtlijn bevat echter geen erkenningsclausule voor door buitenlands recht beheerste financiëlezekerheidsarrangementen. Hierop wordt de aandacht gevestigd in § 3.7. Het hoofdstuk wordt afgesloten met een conclusie (§ 3.8).

3.2 De Finaliteitsrichtlijn

De Finaliteitsrichtlijn heeft volgens de derde overweging van de considerans tot doel ‘bij te dragen tot het efficiënt en rendabel functioneren van regelingen voor de afwikkeling van grensoverschrijdende betalingen en effectentransacties in de Europese Gemeenschap’. De Finaliteitsrichtlijn vereist daartoe onder andere van de EU-lidstaten dat (i) de aan een systeem gegeven overboekingsopdrachten finaal zijn, (ii) ‘netting’ ook mogelijk is indien een deelnemer aan betalings- en afwikkelingssystemen insolvent raakt, (iii) de 00:00-uur regel buiten toepassing blijft en (iv) goederenrechtelijke zekerheid ook bij insolventie van een deelnemer uitgewonnen kan worden.² Deze vier onderdelen van de Finaliteitsrichtlijn worden hierna kort toegelicht.

Deelnemers aan het girale betalings- en effectenverkeer dienen ten eerste voldoende zeker te zijn van het moment waarop de transactie definitief afgewikkeld is. Dit wordt bereikt door overboekingsopdrachten die zijn ingevoerd in een systeem ook af te wikkelen, ongeacht of de instelling die deze overboekings-

¹ Richtlijn 98/26/EG van het Europees Parlement en de Raad van 19 mei 1998 betreffende het definitieve karakter van de afwikkeling van betalingen en effectentransacties in betalings- en afwikkelingssystemen, *PbEG* 1998 L 166/45.

² Zie over (de Nederlandse implementatie van) de Finaliteitsrichtlijn (zoals gewijzigd door de Wijzigingsrichtlijn) onder meer Vereecken & Nijenhuis 2003, Van Esch 2010 en Lo Giudice 2010.

opdracht heeft ingevoerd insolvent is of de opdracht heeft herroepen. Met andere woorden: de aan een systeem gegeven overboekingsopdrachten zijn finaal. De finaliteit van overboekingsopdrachten wordt gewaarborgd door art. 3 Finaliteitsrichtlijn.

Ten tweede moet het mogelijk zijn om over te kunnen gaan tot verrekening ('netten') indien een deelnemer aan een betalings- en afwikkelingssysteem insolvent raakt.³ Netting vermindert het aantal overboekingen dat voor de verwerking van een bepaald aantal betalingen nodig is, aanmerkelijk. Zo rekenen banken die partij zijn bij een nettingovereenkomst niet iedere in de loop van een dag gedane betalingsopdracht afzonderlijk af, maar eenmalig door één nettobedrag te betalen aan of te ontvangen van andere leden van het systeem.⁴ Echter, wanneer een deelnemer aan een systeem failliet, kan het toepasselijke insolventierecht aan netting in de weg staan.⁵ Daarom bepaalt art. 3 Finaliteitsrichtlijn dat netting ook mogelijk is indien een deelnemer aan een betalings- en afwikkelingssysteem failliet gaat.

Ten derde bepaalt de Finaliteitsrichtlijn dat een insolventieprocedure ten aanzien van de rechten en verplichtingen die voor een deelnemer uit zijn deelname aan een systeem voortvloeien, geen terugwerkende kracht heeft vóór het tijdstip waarop een insolventieprocedure is geopend (art. 7).⁶ De Finaliteitsrichtlijn stelt met andere woorden de (in Nederland geldende) 00:00-uur regel buiten werking.⁷

Ten vierde bevat de Finaliteitsrichtlijn een bepaling met betrekking tot 'zakelijke zekerheden' (in het Engels: '*collateral security*'). Dit begrip is ruim gedefinieerd:

'alle realiseerbare activa, met inbegrip van, maar niet beperkt tot, als zekerheid verschafte financiële activa als bedoeld in artikel 1, lid 4, onder a) [Collateral Richtlijn]⁸ die zijn

3 Art. 2 sub k Finaliteitsrichtlijn definieert netting als volgt: 'het in één nettovordering of nettoverplichting omzetten van vorderingen en verplichtingen die voortvloeien uit overboekingsopdrachten die een deelnemer of deelnemers geeft/geven aan of ontvangt/ontvangen van één of meer andere deelnemers, met als gevolg dat er alleen een nettovordering of een nettoverplichting ontstaat'.

4 Een systeem wordt in de Finaliteitsrichtlijn, kort samengevat, omschreven als een formele overeenkomst tussen drie of meer deelnemers met gemeenschappelijke regels en standaardprocedures voor de clearing, al dan niet via een centrale tegenpartij of het uitvoeren van overboekingsopdrachten tussen de deelnemers (art. 2 sub a Finaliteitsrichtlijn). Een deelnemer is een instelling, een centrale tegenpartij, een afwikkelende instantie, een clearing house of een systeemexploitant zoals gedefinieerd in de Finaliteitsrichtlijn (art. 2 sub f Finaliteitsrichtlijn). Het gaat kort gezegd om partijen die betrokken zijn bij de afwikkeling van geld- en effectentransacties.

5 In een aantal lidstaten was netting, in het bijzonder tussen meerdere instellingen (multilaterale netting), vóór implementatie van de Finaliteitsrichtlijn niet geldig, zie Europese Commissie, 'Voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende de finaliteit van de afrekening en onderpand', COM(1996) 193 (hierna: 'Toelichting EC Finaliteitsrichtlijn'), p. 6.

6 Zie hierover Devos 2006, p. 27: 'Zero hour rules are of course totally inappropriate for inter-bank transactions at the beginning of the 21st century. It is imperative, especially in a gross settlement system, that a recipient can consider a payment received as "final" and be able then to freely dispose of or transfer it in favour of third parties.'

7 Zie art. 23 en 212b lid 1 Fw.

8 De verwijzing naar de Collateral Richtlijn is in een latere wijziging van de Finaliteitsrichtlijn toegevoegd. In de oorspronkelijke versie van de Finaliteitsrichtlijn werden 'zakelijke zekerheden' omschreven als: 'alle realiseerbare activa (met inbegrip van geld dat in het kader van een pandgeving is verstrekt), die in het kader van een pandgeving, retrocessie- of soortgelijke overeenkomst of anderszins zijn verstrekt tot zekerheid in verband met de rechten en verplichtingen die in verband met een systeem kunnen ontstaan, dan wel ten behoeve van de centrale banken van de lidstaten of de toekomstige Europese Centrale Bank.'

verstrekt in het kader van een pandgeving (inclusief geld dat in het kader van een pandgeving is verstrekt), retrocessie- of soortgelijke overeenkomst of anderszins tot zekerheid in verband met de rechten en verplichtingen die in verband met een systeem kunnen ontstaan, dan wel ten behoeve van de centrale banken van de lidstaten of de Europese Centrale Bank.’

Wanneer een deelnemer aan een systeem insolvent raakt, kan het toepasselijke insolventierecht voor vertraging in de uitwinning zorgen, bijvoorbeeld omdat rechterlijke toestemming is vereist voor de uitwinning of een afkoelingsperiode van toepassing is. Daarom bepaalt art. 9 lid 1 Finaliteitsrichtlijn dat goederenrechtelijke zekerheid zoals hierboven gedefinieerd, gesteld aan een deelnemer van een systeem of de systeemexploitant ‘niet wordt aangetast door een insolventieprocedure’ en dat de zekerheidsnemer bevoegd is de ‘zakelijke zekerheden’ uit te winnen. Dit geldt ook voor de activa die in zekerheid worden gegeven aan een centrale bank of de ECB in het kader van monetaire beleidstransacties, ongeacht of de zekerheidsverschaffing via een systeem in de zin van de Finaliteitsrichtlijn loopt. Art. 9 lid 2 Finaliteitsrichtlijn geeft ten slotte een regel van internationaal privaatrecht ter bepaling van het toepasselijke recht wanneer effecten in zekerheid worden gegeven.⁹

Verder dan de verplichting voor de EU-lidstaten om de vlotte uitwinbaarheid van zekerheid op girale activa verstrekt aan een centrale bank of een partij die betrokken is bij de afwikkeling van girale geld- of effectentransacties bij insolventie van de wederpartij te garanderen door eisen zoals rechterlijke toestemming en de afkoelingsperiode buiten toepassing te verklaren, gaat de Finaliteitsrichtlijn niet. Volgens overweging 9 van de considerans laat de Finaliteitsrichtlijn bijvoorbeeld ‘de regels van het nationale recht betreffende de soorten zakelijke zekerheden die mogen worden gebruikt’ onverlet. Zoals hierna zal blijken, gaat de Collateral Richtlijn een stap verder: zij vereist harmonisatie van (onder meer) materieel goederenrechtelijke regels met betrekking tot zekerheid op girale activa.

3.3 Totstandkoming van de Collateral Richtlijn

3.3.1 *De roep om harmonisatie van het recht betreffende zekerheid op girale activa vanuit de praktijk*

Na de totstandkoming van de Finaliteitsrichtlijn hebben verschillende (belangen)-organisaties erop gewezen dat óók Europese regelgeving vereist is met betrekking tot zekerheid op girale activa buiten de context van betalings- en effectenafwikkelingssystemen en monetaire beleidstransacties, bijvoorbeeld met betrekking tot zekerheid op girale activa in het kader van *repurchase*

⁹ Dit artikel luidt als volgt: ‘Wanneer deelnemers, systeemexploitanten of centrale banken van de lidstaten of de Europese Centrale Bank op de in lid 1 beschreven wijze zakelijke zekerheden in de vorm van effecten of in de vorm van rechten ten aanzien van effecten verkrijgen en wanneer hun recht of dat van een namens hen optredende vertegenwoordiger, agent of derde, ten aanzien van de effecten wettelijk vastgelegd is in een register, rekening of gecentraliseerd effectendepot gelokaliseerd in een lidstaat, wordt de bepaling van de rechten van die personen als houders van zakelijke zekerheden ten aanzien van deze effecten beheerst door het recht van die lidstaat.’

agreements, securities lending agreements en derivatenovereenkomsten, in overweging 3 van de considerans van de Collateral Richtlijn aangeduid als ‘bilaterale financiëlezekerheidsovereenkomsten’.¹⁰

In oktober 1999 verscheen het rapport ‘EU repo markets: opportunities for change’ van de Giovannini Group.¹¹ De Giovannini Group bestaat uit experts op het gebied van financiële markten en adviseert de Europese Commissie over vraagstukken met betrekking tot de financiële markten. Het rapport stelt dat een grotere mate van integratie en efficiëntie van de repomarkt – waaronder zowel repo’s als *securities lending agreements* vallen –¹² kan worden bereikt middels een Europese verordening betreffende close-out-netting en *collateral*.¹³ Het rapport geeft zeven principes die ten grondslag zouden moeten liggen aan een dergelijke verordening.¹⁴ Deze houden, kort samengevat, in dat er geen formele vereisten aan de totstandkoming van *collateral arrangements* mogen worden gesteld (onder i. en ii.), dat de zekerheidsnemer de volledige controle heeft over het zekerheidsobject en dat hij kan beschikken over de tot zekerheid verschaft goederen alsof hij rechthebbende daarvan is (onder iv.), dat insolventverklaring van de zekerheidsgever geen vertraging in het uitwinnen van zekerheid zou mogen veroorzaken en dat de 00:00-uur regel niet van toepassing dient te zijn op *collateral arrangements* (onder iii. en vii). Ten slotte wordt in het rapport een regel van internationaal privaatrecht voorgesteld ter bepaling van het recht dat van toepassing is op de goederenrechtelijke aspecten van *collateral arrangements* (onder v.). Deze regel houdt in dat de zekerheidsgever en zekerheidsnemer een rechtskeuze kunnen maken voor het goederenrechtelijke regime met betrekking tot effecten.

In het ISDA-rapport ‘Collateral Arrangements in the European Financial Markets. The Need for a Law Reform’¹⁵ wordt geconstateerd dat het gebruik van zekerheid op geld en effecten in de EU wijd verbreid is, maar dat de regels aangaande zekerheid op deze goederen vaak complex, inconsistent, onpraktisch en/of verouderd zijn en per lidstaat verschillen. Dit resulteert in het bijzonder bij grensoverschrijdende transacties in onzekerheid omtrent de afdwingbaarheid van de verschaft zekerheid, hetgeen leidt tot vertragingen en extra kosten, omdat schuldeisers genoodzaakt zijn van geval tot geval juridisch advies (in de vorm van *legal opinions*) in te winnen. Teneinde de onzekerheid omtrent de afdwingbaarheid van zekerheidsrechten op geld en effecten in een grensoverschrijdende context terug te dringen en het in zekerheid geven van girale activa te vereenvoudigen, is het volgens de ISDA gewenst om wetgeving op Europees niveau met betrekking tot (grensoverschrijdende) *collateral arrangements* tot stand te brengen.

10 Zie over de betekenis van het begrip ‘financiëlezekerheidsovereenkomst’ § 4.4 hierna.

11 Het rapport is raadpleegbaar via http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication_1090_en.pdf.

12 Zie Giovannini-rapport, § 3.

13 Zie Giovannini-rapport, § 4.4.1.

14 Zie Giovannini-rapport, § 4.4.2.

15 Het ISDA-rapport is beschikbaar via http://www.isda.org/c_and_a/pdf/NeedLawReform.pdf.

Ook de European Financial Market Lawyers Group (hierna: 'EFMLG') komt in zijn in juni 2000 verschenen 'Proposal for an EU Directive on collateralisation' tot de conclusie dat regelgeving op het gebied van *collateral arrangements* noodzakelijk is.¹⁶ De EFMLG doet in § 6 van het rapport een aantal voorstellen voor harmonisatie op het gebied van zekerheid op girale activa. Voor de EFMLG waren de verschillen tussen de nationale zekerheidsstelsels aanleiding om af te zien van een voorstel tot een omvattende harmonisatie van het zekerhedenrecht, bijvoorbeeld door middel van invoering van een nieuw type zekerheidsrecht vergelijkbaar met *Article 9* van de Amerikaanse *Uniform Commercial Code* of een *model collateral law*. Ook de EFMLG kiest daarom voor '*a more modest approach (...) aimed at resolving smaller administrative and technical matters that are likely to make the path towards taking collateral smoother, but not to improve the legal status of established collateral beyond what it is now under existing law*'.¹⁷

3.3.2 Het Actieplan Financiële Diensten

Aan de oproep van verschillende (belangen)organisaties om het recht betreffende zekerheid op girale activa op Europees niveau te harmoniseren, is door de Europese Commissie gehoor gegeven. Begin 2001 heeft de Europese Commissie in haar Actieplan voor financiële diensten bekend gemaakt de 'wederzijdse aanvaarding en afdwingbaarheid van grensoverschrijdende zakelijke zekerheden', waarmee met de Finaliteitsrichtlijn een aanvang is gemaakt, te willen uitbreiden tot andere zekerheidsarrangementen met betrekking tot geld en effecten.¹⁸ Volgens de Commissie is de 'onderlinge erkenning en mobiliseerbaarheid'¹⁹ van grensoverschrijdend onderpand (...) onontbeerlijk voor de stabiliteit van het financiële stelsel van de EU en voor een kostenefficiënt en geïntegreerd effectenafwikkelingssysteem'.²⁰ Vóór totstandkoming van de Collateral Richtlijn was aan geen van beide voorwaarden voldaan:

'het risico is groot dat grensoverschrijdende onderpandregelingen nietig worden verklaard en er heerst onzekerheid ten aanzien van de mobiliseerbaarheid in geval van insolventiteit²¹ van de pandgever.²² Indien deze problemen niet worden opgelost, zullen aan grensoverschrijdende effectentransacties hoge kosten en grote risico's verbonden blijven.'²³

De Commissie geeft aan dat daarom in nauwe samenwerking met de financiële sector en de lidstaten 'wetgevingsvoorstellen inzake onderpand' zullen worden

¹⁶ De EFMLG is 'a group of senior legal experts from the EU banking sector dedicated to making analysis and undertaking initiatives intended to foster the harmonisation of laws and market practices and facilitate the integration of financial markets in Europe' (zie <http://www.efmlg.org>). Het rapport is raadpleegbaar via http://www.efmlg.org/Docs/efmlg_proposal.pdf.

¹⁷ EFMLG-rapport, p. 12.

¹⁸ Europese Commissie, 'Financiële diensten. Tenuitvoerlegging van het kader voor financiële markten: een actieplan (mededeling van de Commissie)' (hierna: 'Actieplan'), COM(1999)232.

¹⁹ Dit is een letterlijke vertaling van de Franse woorden '*le caractère mobilisable*'. Bedoeld is hier 'uitwinbaarheid', vgl. de Engelse tekst waar gesproken wordt van '*enforceability*'.

²⁰ Actieplan, p. 8.

²¹ Bedoeld is: insolventie.

²² Bedoeld is: zekerheidsgever.

²³ Actieplan, p. 8.

gepresenteerd. Deze voorstellen, die zijn voorbereid door de in het najaar van 1999 door de Commissie in het leven geroepen *Forum Group on Collateral*,²⁴ zijn uitgemond in de Collateral Richtlijn.

3.3.3 Doelen van de Collateral Richtlijn

De Europese Commissie noemt in de Toelichting EC drie redenen waarom harmonisatie van het recht inzake ‘wederzijdse aanvaarding en afdwingbaarheid van grensoverschrijdende zakelijke zekerheden’ noodzakelijk is.²⁵ Ten eerste is dit onontbeerlijk voor de stabiliteit van het financiële bestel van de EU. De wijze waarop harmonisatie van nationale wetgeving op het terrein van zekerheid op girale activa kan bijdragen aan de stabiliteit van het financiële bestel van de EU, licht ik hierna kort toe. Ten tweede is harmonisatie noodzakelijk voor een efficiënte en geïntegreerde Europese financiële markt. Ten slotte dient de Collateral Richtlijn ertoe het ‘ruimere aspect’ van het monetaire beleid van de EU te ondersteunen. Daarmee wordt in het bijzonder gedoeld op interbancaire transacties waarbij liquiditeitsoverschotten en -tekorten worden weggewerkt.

In § 2.3 kwam aan de orde dat girale activa in het bijzonder in zekerheid worden gegeven voor verplichtingen voortvloeiend uit *repurchase agreements*, *securities lending agreements* en derivatenovereenkomsten. Uit § 1.1 bleek dat deze overeenkomsten enorme verplichtingen genereren. Dit kan ertoe leiden dat wanneer één financiële instelling zijn verplichtingen niet nakomt, andere financiële instellingen op hun beurt niet aan hun verplichtingen kunnen voldoen door liquiditeitsproblemen, hetgeen kan leiden tot een keten van in problemen verkerende financiële instellingen. Dit wordt het systeemrisico genoemd.²⁶ Het systeemrisico kan volgens de Commissie worden teruggedrongen door harmonisatie van het recht inzake goederenrechtelijke zekerheid. Goederenrechtelijke zekerheid minimaliseert het risico dat de vordering van de zekerheidsnemer niet (volledig) voldaan kan worden doordat de zekerheidsnemer de girale activa te gelde kan maken wanneer de zekerheidsgever niet meer aan zijn verplichtingen kan voldoen.²⁷ Hierdoor wordt voorkomen dat de zekerheidsnemer niet meer aan zijn eigen verplichtingen kan voldoen. Door de geldigheid en vlotte uitwinbaarheid van zekerheid op girale activa te waarborgen, wordt volgens de Commissie dus het systeemrisico tegengegaan en daarmee wordt de stabiliteit van het financiële bestel bevorderd.

24 Toelichting EC, p. 3. Zie over het totstandkomingsproces tevens Löber & Klima 2006, p. 204.

25 Zie Toelichting EC, p. 3-4.

26 Vgl. de definitie van ‘systemic risk’ in de BIS Glossary 2003: ‘the risk that the failure of one participant in a transfer system, or in financial markets generally, to meet its required obligations will cause other participants or financial institutions to be unable to meet their obligations (including settlement obligations in a transfer system) when due. Such a failure may cause significant liquidity or credit problems and, as a result, might threaten the stability of financial markets’.

27 Zie § 2.2.1.

3.4 Probleempunten bij (grensoverschrijdende) zekerheid op girale activa

In de Toelichting EC gaat de Europese Commissie in meer detail in op de problemen die verbonden zijn aan het in zekerheid geven van girale activa in een grensoverschrijdende context. Het gaat om een zestal knelpunten,²⁸ die hieronder nader worden toegelicht.

(i) Omslachtige formaliteiten voor de totstandkoming en uitwinning van (beperkte) zekerheid(srechten) op girale activa

De Europese Commissie wenst ten eerste ‘omslachtige formaliteiten’ die sommige jurisdicties stellen aan de totstandkoming en uitwinning van (beperkte) zekerheid(srechten) op girale activa uit te bannen.²⁹ Dergelijke formaliteiten gelden in het bijzonder wanneer een beperkt zekerheidsrecht gevestigd wordt en doorgaans niet wanneer goederen worden overgedragen tot zekerheid.³⁰ Bij omslachtige formaliteiten kan in het bijzonder gedacht worden aan de registratie van een beperkt zekerheidsrecht in een openbaar register, het vereiste van een notariële akte voor de vestiging van een beperkt zekerheidsrecht en het verkrijgen van een vaste dagtekening (*data certa*).³¹

Ook voor de uitwinning van een beperkt zekerheidsrecht op girale activa kan vereist zijn dat bepaalde formaliteiten in acht worden genomen.³² Zo is in sommige rechtsstelsels toestemming van een rechter vereist voor uitwinning van een beperkt zekerheidsrecht op effecten.³³ Bovendien kan het toepasselijke insolventierecht bepalen dat een bepaalde periode na de opening van een insolventieprocedure in acht moet worden genomen voordat tot uitwinning van een zekerheidsrecht op geld en effecten kan worden overgegaan.³⁴

(ii) Het ontbreken van een eenvormig regime voor de totstandkoming van (beperkte) zekerheid(srechten) op girale activa

28 Zie Toelichting EC, p. 5. Het hierna onder (iv) te bespreken probleempunt wordt niet op p. 5 genoemd. Dat de Collateral Richtlijn ook beoogt dit probleempunt te adresseren, blijkt uit het vervolg van de toelichting, zie Toelichting EC, p. 8.

29 Toelichting EC, p. 5.

30 Dit geldt in ieder geval voor het Engelse recht en is de reden waarom in door Engels recht beheerste zekerheidsdocumentatie is uitgeweken naar de overdracht tot zekerheid. Zie daarover nader § 8.2.

31 Vgl. art. 4 lid 2 Ontwerprichtlijn (Toelichting EC, p. 23), dat opsomt welke formaliteiten onder de Collateral Richtlijn verboden zijn: (i) het verlijden van enigerlei akte in een bepaalde vorm of op een bepaalde wijze, (ii) de inschrijving bij een officiële of overheidsinstantie of in een openbaar of particulier register, (iii) de bekendmaking in een dagblad, in een officieel register of publicatieblad, of op enigerlei andere wijze, (iv) de kennisgeving aan een overheidsfunctionaris, bewaarnemer of gemachtigde, of aan enigerlei ander persoon, en (v) de bewijslevering in een bepaalde vorm van de datum van het verlijden van een akte of document, van de omvang van de betrokken financiële verplichtingen of van enigerlei andere aangelegenheid.

32 Vgl. art. 5 lid 1 sub a Ontwerprichtlijn (Toelichting EC, p. 23-24), waarin wordt opgesomd welke formaliteiten onder de Collateral Richtlijn verboden zijn bij de uitwinning van een beperkt zekerheidsrecht op effecten: (i) kennis te geven van het voornemen om te verkopen, (ii) dat de verkoopvoorwaarden goedgekeurd moeten zijn door een rechter, overheidsfunctionaris of enigerlei andere persoon, (iii) dat de verkoop middels een openbare veiling of op enigerlei andere voorgeschreven manier plaatsvindt, of (iv) dat enige andere termijn is verstreken.

33 Dit is bijvoorbeeld het geval naar Belgisch recht, zie art. 2078 BBW. Zie daarover Dirix/De Corte 2006, nr. 478.

34 Toelichting EC, p. 9. Dit kan bijvoorbeeld het geval zijn naar Nederlandse recht, zie art. 63a e.v. Fw.

De Commissie constateert ten tweede dat een eenvormig regime voor de totstandkoming van (beperkte) zekerheid(srechten) op girale activa ontbreekt.³⁵ Iedere lidstaat stelt zijn eigen eisen aan de totstandkoming van zekerheid op girale activa en die eisen verschillen in het bijzonder waar het beperkte zekerheidsrechten op girale activa betreft.

Het ontbreken van een eenvormig regime is volgens de Commissie problematisch waar het grensoverschrijdende financiëlezekerheidsarrangementen betreft. In dat geval kan een ander recht dan het door partijen gekozen, op de overeenkomst toepasselijke recht bepalen welke eisen aan de totstandkoming van het zekerheidsrecht worden gesteld.³⁶ Hierdoor kunnen:

‘deelnemers aan de EU-markt die het kredietrisico wensen te beperken door van zakelijke zekerheden gebruik te maken (...) met vijftien verschillende regimes op het gebied van derdenwerking geconfronteerd [worden] (procedures die een zekerheidsnemer moet volgen om ervoor te zorgen dat de rechten ten aanzien van de zakelijke zekerheden tegenwerpbaar zijn aan derden, zoals onder meer een liquidateur in geval van een faillissement)’.³⁷

Dit heeft ten eerste tot gevolg dat de zekerheidsnemer informatie zal moeten inwinnen over de vereisten die mogelijk toepasselijk buitenlands (goederen)-recht aan het in zekerheid geven van girale activa stelt. Deze ‘zware administratieve lasten’ staan volgens de Commissie de totstandkoming van een efficiënte en geïntegreerde EU-markt in de weg.³⁸ Ten tweede leidt deze situatie er volgens de Commissie toe dat ‘het risico van nietigheid groter is bij het grensoverschrijdend dan bij het binnenlands gebruik van zakelijke zekerheden’.³⁹ De gedachte van de Commissie is dat bij ‘binnenlandse’ financiëlezekerheidsarrangementen de rechtskeuze van partijen samenvalt met het toepasselijke goederenrecht, zodat partijen op de hoogte zijn van de vereisten voor totstandkoming van zekerheidsrechten op girale activa, terwijl dit bij grensoverschrijdende financiëlezekerheidsarrangementen niet het geval is, waardoor de kans bestaat dat het zekerheidsrecht ongeldig is omdat niet aan de door het buitenlandse recht

35 Toelichting EC, p. 4.

36 Zie daarover tevens § 1.1. De goederenrechtelijke aspecten van zekerheid op girale effecten worden, in ieder geval na implementatie van de Collateral Richtlijn, kort gezegd, beheerst door het recht van het land waar de betrokken effectenrekening wordt aangehouden (zie § 3.6 sub (vi) hierna). Voor zekerheid op giraal geld gelden andere regels. Giraal geld wordt gezien als een vordering op de bank waar de rekening wordt aangehouden (zie daarover § 5.2). De verpanding of overdracht tot zekerheid van een vordering wordt vaak beheerst door het op de (rekening)overeenkomst toepasselijke recht (zie bijvoorbeeld Peeters 2011a, nr. 61). In dat geval zullen het gekozen recht en het recht dat bepaalt welke eisen aan de totstandkoming van het zekerheidsrecht worden gesteld, vaak samenvallen. Naar Belgisch recht wordt echter zowel de vestiging van zakelijke rechten op een schuldvordering als de gevolgen van de overdracht van een schuldvordering beheerst door het recht van het land op wiens grondgebied de partij die deze rechten heeft gevestigd of de schuldvordering heeft overgedragen zijn gewone verblijfplaats had op het tijdstip van de vestiging of van de overdracht (art. 87 § 3 Wet van 16 juli 2004 houdende het Wetboek van internationaal privaatrecht). Bij een bankrekening die gehouden wordt in België, maar in naam van een in het buitenland gevestigd persoon, zal het door de partijen gekozen recht (in veel gevallen Belgisch recht) en het recht dat het goederenrechtelijke regime beheerst doorgaans niet samenvallen. Daarbij doet zich nog het probleem voor dat het Belgische IPR naar het buitenlandse recht verwijst, maar het buitenlandse IPR doorgaans naar het Belgische recht. In die situatie wordt er meestal voor gekozen zowel naar Belgisch recht als buitenlands recht een geldig zekerheidsrecht tot stand te brengen (zie Peeters 2011a, nr. 61).

37 Toelichting EC, p. 4. De Commissie verliest in deze passage ten onrechte uit het oog dat (de meeste) civil law-jurisdicties geen ‘perfection requirements’ kennen. Zie over dit punt uitgebreid Diamant 2014.

38 Toelichting EC, p. 4.

39 *Idem*.

voorgeschreven vereisten is voldaan. De (mogelijke) nietigheid van zekerheidsrechten op girale activa leidt volgens de Commissie weer tot het ontstaan van een verhoogd systeemrisico.⁴⁰

(iii) *Geen gebruiksrecht bij een beperkt zekerheidsrecht op girale activa*

Indien girale activa worden overgedragen tot zekerheid, is de zekerheidsnemer rechthebbende en uit dien hoofde bevoegd om over de girale activa te beschikken. De beperkt zekerheidsgerechtigde is, afgezien van het geval dat zich een executiegrond voordoet, daarentegen in beginsel niet bevoegd te beschikken over de in zekerheid gegeven girale activa. Het is daarom maar de vraag of zekerheidsarrangementen die de beperkt zekerheidsgerechtigde de bevoegdheid toekennen om in zekerheid gegeven girale activa te ‘gebruiken’ – zoals het geval is bij de ISDA zekerheidsdocumentatie die wordt beheerst door het recht van de staat New York, de 1994 en 2013 ISDA Credit Support Annex (New York Law) en de 2001 ISDA Margin Provisions – worden erkend. Deze situatie beschouwt de Europese Commissie als onwenselijk omdat het ‘gebruiksrecht’ ten voordele van alle betrokken partijen strekt. De Commissie omschrijft de voordelen van het gebruiksrecht als volgt:

‘Het recht om als zekerheid verstrekte effecten te hergebruiken, verhoogt niet alleen de marktliquiditeit, maar brengt tevens voordelen met zich mee voor zowel zekerheidsverschaffers als zekerheidsnemers. Dit recht stelt de zekerheidsnemers immers in staat inkomsten te puren uit het hergebruik van zekerheden, waardoor zij eventueel kans kunnen zien de zekerheidsverschaffers betere financieringsvoorwaarden te bieden.’⁴¹

(iv) *Mogelijke ongeldigheid van de overdracht tot zekerheid van girale activa*

Wat betreft de overdracht tot zekerheid van girale activa constateert de Commissie dat de zekerheidsnemer het risico loopt dat de overdracht tot zekerheid ongeldig is doordat een overdracht tot zekerheid van girale activa wordt ‘geherkwalificeerd’ als een beperkt zekerheidsrecht.⁴² Dit wordt aangeduid als het *recharacterisation risk*. Naar Engels recht wordt een overdracht tot zekerheid als een beperkt zekerheidsrecht ‘geherkwalificeerd’ indien de rechter tot de conclusie komt dat ‘*the true nature of the arrangement between the parties was inconsistent with the characterisation which they had applied to it*’.⁴³ Wanneer de rechter deze conclusie trekt en de vereisten voor de totstandkoming van het beperkte zekerheidsrecht, zoals registratie, niet in acht zijn genomen, kan een dergelijke ‘herkwalificatie’ ertoe leiden dat er geen geldig zekerheidsrecht tot stand is gekomen.⁴⁴ Naar Nederlands recht bestaat de mogelijkheid dat een overdracht tot zekerheid ongeldig is op grond van art. 3:84 lid 3 BW.⁴⁵ Dat

⁴⁰ *Idem*.

⁴¹ Toelichting EC, p. 9. Eenzelfde redenering wordt gehanteerd in het ISDA-rapport, p. 6.

⁴² Toelichting EC, p. 10.

⁴³ Beale e.a. 2012, nr. 4.15. Zie over het *recharacterisation risk* tevens ISDA, ‘United Kingdom. Country report. Supplement to Collateral Arrangements in the European Financial Markets: The Need for National Law Reform’, maart 2000, p. 8.

⁴⁴ Beale e.a. 2012, nr. 4.15. Zie tevens ISDA-rapport, p. 7.

⁴⁵ Zie daarover § 8.4.3.

artikel bepaalt dat een rechtshandeling die ten doel heeft een goed over te dragen tot zekerheid geen geldige titel van overdracht van dat goed is. Ook naar Belgisch recht staat in beginsel niet toe dat goederen worden overgedragen tot zekerheid.⁴⁶

(v) *Ongeldigheid van margin maintenance- en substitutieclausules alsmede close-out-netting-bepalingen door dwingende bepalingen van het toepasselijke insolventierecht*

Het is niet mogelijk om een rechtskeuze te maken voor het toepasselijke insolventierecht. Voor zover het gaat om insolventieprocedures ten aanzien van banken, is het recht van de lidstaat waar de bank zijn vergunning heeft gekregen (de lidstaat van herkomst) van toepassing.⁴⁷ Wanneer een bank met een Belgische vergunning zekerheid verschaft aan een Engelse wederpartij en eerstgenoemde insolvent raakt, is dus het Belgische insolventierecht van toepassing en wordt de Engelse zekerheidsnemer geconfronteerd met een ander, hem (waarschijnlijk) onbekend insolventierecht. Dat onbekende insolventierecht kan bepalingen bevatten die aan de geldigheid en vlotte uitwinbaarheid van zekerheid op girale activa in de weg staan. De Commissie constateert in dat verband wat betreft zekerheid op girale activa drie specifieke problemen: (i) ongeldigheid van zekerheid verstrekt in het kader van *margin maintenance*-bepalingen, (ii) ongeldigheid van zekerheid verstrekt in het kader van substitutie-bepalingen en (iii) ongeldigheid van close-out-netting-clausules.⁴⁸

Margin maintenance houdt in dat de hoogte van de verzekerde verplichting regelmatig – vaak dagelijks – wordt vastgesteld en de waarde van het onderpand wordt gewaardeerd tegen de actuele marktwaarde. Wanneer, kort gezegd, de waarde van het onderpand lager is dan de verzekerde verplichting, kan de zekerheidsnemer een *margin* (of *collateral*) *call* doen. De zekerheidsgever dient dan aanvullende zekerheid (*top-up collateral*) te verstrekken. In de spiegelbeeldige situatie kan de zekerheidsgever de zekerheidsnemer verzoeken om het surplus aan onderpand vrij te geven (*withdrawal of excess collateral*). Het doel van *margin maintenance* is het in balans houden van de hoogte van de verzekerde verplichting en de waarde van het onderpand. Hierdoor wordt enerzijds voorkomen dat de zekerheidsnemer onderverzekerd raakt en anderzijds dat er (veel) overwaarde ontstaat waardoor de zekerheidsgever een (groot) insolventierisico op de zekerheidsnemer loopt. De zekerheidsgever komt daarnaast vaak de bevoegdheid toe om in zekerheid gegeven girale activa te vervangen door andere girale activa met een gelijke waarde (*substitution of collateral*). *Margin maintenance*- en substitutie-bepalingen komen voor in

⁴⁶ Zie daarover § 8.4.1.

⁴⁷ Zie art. 3 lid 2 en art. 10 lid 1 Richtlijn 2001/24/EG van het Europees Parlement en de Raad van 4 april 2001 betreffende de sanering en de liquidatie van kredietinstellingen, *PbEG* 2001 L 125/15. Gaat het om niet-gereguleerde financiële instellingen, dan is het recht van de lidstaat van toepassing op het grondgebied waarvan de insolventieprocedure wordt geopend (art. 4 lid 1 Verordening (EG) Nr. 1346/2000 van de Raad van 29 mei 2000 betreffende insolventieprocedures, *PbEG* 2000 L 160/1 (hierna: 'Insolventieverordening'). De insolventieprocedure wordt geopend in de lidstaat waar de schuldenaar zijn centrum van voornaamste belangen ('COMI') heeft (art. 3 lid 1 Insolventieverordening).

⁴⁸ Toelichting EC, p. 5. Zie over het navolgende tevens Toelichting EC, p. 10-11.

repurchase agreements, *securities lending agreements* en zekerheidsarrangementen in het kader van derivatenovereenkomsten.⁴⁹

Het verschaffen van aanvullende zekerheid en substitutie van in zekerheid gegeven girale activa kan ongeldig worden verklaard of nietig zijn wanneer dit plaatsvindt in een bepaalde periode voorafgaande aan de insolventverklaring (zgn. *avoidance rules*)⁵⁰ of op de dag dat de zekerheidsgever insolvent raakt, maar voor de feitelijke insolventverklaring (als gevolg van de zogenaamde 00:00-uur regel).⁵¹ Ongeldigheid of nietigheid betekent voor de zekerheidsnemer dat hij terug bij af is: hij is concurrent crediteur wanneer zijn schuldenaar insolvent raakt.⁵² Om deze reden acht de Europese Commissie het wenselijk dat, zoals in § 3.6 sub (v) nader aan de orde komt, de lidstaten dergelijke regels niet van toepassing verklaren op financiëlezekerheidsarrangementen.

Close-out-netting-clausules vormen, zoals hiervoor aan de orde kwam, een wezenlijk deel van *repurchase agreements*, *securities lending agreements* en derivatenovereenkomsten die worden aangegaan op basis van (gestandaardiseerde) raamovereenkomsten.⁵³ Close-out-netting leidt ertoe dat alle verplichtingen die voortvloeien uit de verschillende transacties die zijn aangegaan onder de raamovereenkomst, worden teruggebracht tot één nettobetalingsverplichting wanneer zich een executiegrond, zoals insolventie van de zekerheidsgever, voordoet. Dit gaat als volgt in zijn werk. Ten eerste worden de verplichtingen van beide partijen onmiddellijk opeisbaar. Deze worden, voor zover nodig, omgezet in een verplichting tot betaling van een geldsom.⁵⁴ Ten slotte worden de schulden en vorderingen die partijen over en weer hebben tegen elkaar weggestreept, zodat één betalingsverplichting resteert. Hoewel close-out-netting een element van verrekening omvat, gaat close-out-netting, zoals uit de bovenstaande omschrijving naar voren komt, verder dan het verrekenen van een schuld met een vordering. Het omvat tevens de afspraak dat bij een *event of default* een vordering tot levering wordt omgezet in een vordering tot betaling van een geldsom en dat de overeenkomst bij insolventie van de wederpartij onmiddellijk wordt beëindigd.⁵⁵

49 Zie § 2.3.2.4, 2.3.3.2 en 2.3.4.2.2 hierboven.

50 Zie voor het Engelse recht: s. 88, s. 127 en s. 245 Insolvency Act 1986. Zie hierover Sharp 2004, p. 131 en Beale e.a. 2012, nr. 20.15-20.17.

51 Zie voor het Nederlandse recht: art. 23 Fw.

52 Vgl. § 2.2.1.

53 Zie § 2.3.2.4 hierboven en Toelichting EC, p. 10.

54 Dit is bijvoorbeeld noodzakelijk wanneer een verplichting van een (of beide) partij(en) bestaat uit de levering van effecten.

55 Close-out-netting vindt zijn oorsprong in het Engelse recht. In het Engelse recht wordt een onderscheid gemaakt tussen *debts* ('vorderingen') en *executory contracts* ('wederzijdse overeenkomsten'). Wanneer er twee *debts* tegenover elkaar staan, vindt bij insolventie van een van de partijen van rechtswege *set-off* plaats (Rule 4.90 Insolvency Rules 1986). *Set-off* behelst slechts één stap: het wegstrepen van twee *mutual debts*. Echter, bij *repurchase agreements*, *securities lending agreements* en derivatenovereenkomsten volstaat *set-off* niet. *Repurchase agreements*, *securities lending agreements* en derivatenovereenkomsten zoals renteswaps en valutaswaps worden beschouwd als *executory contracts* (Wood 2007a, nr. 1.034). Voor de afwikkeling daarvan bij insolventie van een van de partijen is het ten eerste noodzakelijk dat de solvente partij de overeenkomst kan beëindigen. Daarnaast dienen de vorderingen die niet bestaan uit betaling van een geldsom, te worden omgezet in een vordering tot betaling van een geldsom (een *debt*). Nadat deze twee stappen zijn genomen, vindt van rechtswege verrekening plaats van de *debts* op grond van Rule 4.90 Insolvency Rules 1986. Teneinde de vorderingen die partijen over en weer hebben uit een (of meer) transactie(s) onder een raamovereenkomst terug te brengen tot één betalingsverplichting, is er naar Engels recht

Het belangrijkste voordeel van close-out-netting is dat ‘cherry-picking’ door de curator wordt voorkomen.⁵⁶ ‘Cherry-picking’ is de bevoegdheid van de curator om aan de ene kant de overeenkomsten die ongunstig zijn voor de boedel niet na te komen en aan de andere kant nakoming te eisen van overeenkomsten die gunstig zijn vanuit het perspectief van de zekerheidsgever.⁵⁷ Daarmee wordt de mogelijkheid om tot close-out-netting over te gaan, gedwarsboemd. ‘Cherry-picking’ is mogelijk wanneer de solvante partij geen beroep kan doen op een beëindigingsclausule bij insolventie van de andere partij. De ratio achter het verbieden daarvan is het streven om insolvente ondernemingen te redden door crediteuren te verbieden hun rechten (verrekening, close-out-netting, (beperkte) zekerheidsrechten) uit te oefenen (een *standstill*) en overeenkomsten door te laten lopen. Dit moet de schuldenaar in staat stellen zijn onderneming voort te zetten.⁵⁸ Volgens de Europese Commissie bestaat daarnaast het risico dat close-out-netting niet mogelijk is omdat het toepasselijke insolventierecht verrekening bij insolventie niet toelaat.⁵⁹ Dat is over het algemeen het geval in de jurisdicties die gebaseerd zijn op het Franse recht.⁶⁰

(vi) *Onduidelijkheid over het goederenrechtelijke regime met betrekking tot girale effecten*

Het is niet altijd eenvoudig om vast te stellen welk recht van toepassing is op de totstandkoming en uitwinning van zekerheid op girale effecten. Bij effecten aan toonder wordt het toepasselijke recht vastgesteld aan de hand van de *lex-rei-sitae*-regel. Deze regel houdt in dat het recht van het land waar de goederen zich bevinden, van toepassing is.⁶¹ Toepassing van de *lex-rei-sitae*-regel op girale effecten vereist dat wordt vastgesteld waar deze effecten zich bevinden. Omdat girale effecten worden gehouden via een netwerk van intermediairs, is het – anders dan bij toonderstukken (en roerende zaken), die zich slechts op één plaats tegelijk kunnen bevinden – bij girale effecten niet eenvoudig vast te stellen waar deze ‘zich bevinden’. Toepassing van de *lex-rei-sitae*-regel op gedematerialiseerde effecten is zelfs onmogelijk. De essentie van gedematerialiseerde effecten is immers dat er geen fysiek stuk is, zodat zij zich nergens bevinden.⁶² Dit brengt mee dat er geen uniforme verwijzingsregel bestond om het goederenrechtelijke regime met betrekking tot girale effecten te bepalen. Dit resulteerde in onduidelijkheid over de vereisten die in acht moeten worden genomen om girale effecten in zekerheid te geven, hetgeen kan resulteren in de ongeldigheid van het zekerheidsrecht op effecten.⁶³

dus méér nodig dan *set-off*: partijen moeten uitdrukkelijk overeenkomen dat bij insolventie de vorderingen tot levering worden omgezet in een vordering tot betaling van een geldsom en de overeenkomsten moeten bij insolventie van de wederpartij onmiddellijk kunnen worden beëindigd. Dit wordt bereikt door een close-out-netting-bepaling in de overeenkomst op te nemen. Zie over (de oorsprong van) close-out-netting en het verschil met verrekening nader Wood 2007b, nr. 1.004 en 1.005 en nr. 1.029 e.v.

⁵⁶ Wood 2007a, nr. 1.031, 2.071 en 2.072.

⁵⁷ Deze bevoegdheid heeft de curator in vrijwel alle jurisdicties, zie Wood 2007a, nr. 1.031.

⁵⁸ Zie Wood 2007a, nr. 1.031.

⁵⁹ Toelichting EC, p. 10. Zie tevens Wood 2007a, nr. 1.030.

⁶⁰ Zie Wood 2007a, nr. 1.018. Zo kent het Belgische recht een verbod op verrekening bij insolventie, zie art. 1298 BW.

⁶¹ Zie voor het toepasselijke recht op goederenrechtelijke aspecten van effecten op naam Haentjens 2007, p. 38.

⁶² Zie over de verschillende verschijningsvormen van effecten § 2.2.3.2.

⁶³ Zie Toelichting EC, p. 12-13.

3.5 De keuze voor een richtlijn

De Europese Commissie heeft ervoor gekozen de zojuist besproken probleem-punten te adresseren door middel van een richtlijn. Een richtlijn is een van de wetgevingsinstrumenten die de instellingen van de EU toekomt om hun bevoegdheden uit te oefenen. Art. 288 lid 1 VwEU bepaalt dat de EU-instellingen verordeningen, richtlijnen, besluiten, aanbevelingen en adviezen kunnen vaststellen. Aanbevelingen en adviezen zijn niet bindend; de andere wetgevingsinstrumenten zijn dat wel.⁶⁴ Een besluit onderscheidt zich van verordeningen en richtlijnen door het feit dat het geen algemene strekking heeft, maar gericht is tot een bepaald(e) (groep van) rechtssubject(en).⁶⁵ Een verordening is rechtstreeks toepasselijk in elke lidstaat. Dit geldt niet voor een richtlijn. Een richtlijn is verbindend ten aanzien van het te bereiken resultaat voor elke lidstaat waarvoor zij bestemd is, waarbij aan de nationale instanties de bevoegdheid wordt gelaten vorm en middelen te kiezen.⁶⁶

In de Toelichting EC geeft de Commissie aan te opteren voor een juridisch bindend instrument gezien de complexiteit van de betrokken rechtsgebieden (in het bijzonder het goederen- en insolventierecht) en omdat een niet-bindend instrument de marktdeelnemers onvoldoende zekerheid biedt.⁶⁷ De Commissie vindt een richtlijn ‘passend en toereikend’ en acht het niet nodig direct werkende wetgeving in te voeren door middel van een verordening. Als argument voert de Commissie aan:

‘Aangezien het onderhavige wetgevingsbesluit een aanvulling vormt op met name de Finaliteitsrichtlijn, is het maar normaal⁶⁸ dat dit besluit dezelfde vorm aanneemt’.⁶⁹

Zoals uit § 3.2 naar voren kwam, bevat de Finaliteitsrichtlijn inderdaad een voorschrift met betrekking tot ‘zakelijke zekerheden’. Art. 9 lid 1 Finaliteitsrichtlijn bepaalt dat ‘zakelijke zekerheden’ verschaft aan een deelnemer van een systeem, systeemexploitant of aan centrale banken of de ECB in het kader van monetaire beleidstransacties ‘niet wordt aangetast door een insolventieprocedure’ en het tweede lid van dat artikel geeft een regel van internationaal privaatrecht ter bepaling van het op het in zekerheid geven en uitwinnen van effecten toepasselijke recht. Desondanks is de keuze voor een richtlijn naar mijn mening minder voor de hand liggend dan de Commissie doet voorkomen. De constatering dat de Finaliteitsrichtlijn een bepaling over ‘zakelijke zekerheden’ bevat en dat de Collateral Richtlijn in dat opzicht voortbouwt op de Finaliteitsrichtlijn, is op zichzelf genomen juist. Echter, de Finaliteitsrichtlijn beoogt het girale betalings- en effectenverkeer vlot te laten verlopen en regelt alleen het in zekerheid geven van girale activa in die specifieke context (evenals het in zekerheid geven van girale activa aan de centrale banken en ECB). Het feit dat

⁶⁴ Art. 288 lid 2, 3 en 4 VwEU.

⁶⁵ Vgl. art. 288 lid 4 VwEU.

⁶⁶ Art. 288 lid 3 en 4 VwEU.

⁶⁷ Toelichting EC, p. 6.

⁶⁸ In de Engelse tekst wordt het woord *appropriate* gebruikt.

⁶⁹ Toelichting EC, p. 6.

een richtlijn een geschikte wijze is om te bereiken dat het girale betalings- en effectenverkeer vlot verloopt, betekent echter niet per definitie dat een richtlijn het juiste wetgevende instrument is om ook de hierboven besproken probleem-punten rondom zekerheid op girale activa te bestrijden.

Het alternatief voor een richtlijn is een verordening. Het voordeel van een verordening is dat zij directe werking heeft in de EU-lidstaten en dus niet hoeft te worden omgezet in het nationale recht, zoals bij een richtlijn het geval is. Een verordening zou met andere woorden een uniform, direct werkend regime voor zekerheid op girale activa tot stand brengen. Löber en Klima wegen de voor- en nadelen van een verordening als volgt tegen elkaar af:

*'A regulation might also have been appropriate to harmonising the rules applicable to collateral arrangements, as it would have been directly binding and enforceable in its entirety, laying down uniform rules that are detailed, precise and unconditional and require no measures for their transposition into domestic law. However, given that the Collateral Directive interacts closely with existing property and insolvency law in the Member States, a parallel special regime for financial collateral subjected to a different set of rules than other types of traditional secured interests might have caused interferences without careful and extensive adjustment to the overall legal regime. Thus, a directive was preferred, in view of the Community law principle that: "Other things being equal, directives should be preferred to regulations".'*⁷⁰

De keerzijde van een verordening is volgens Löber en Klima de wrijving die een parallel, direct werkend regime voor zekerheid op girale activa kan opleveren met het reeds bestaande goederen- en insolventierecht door onvoldoende afstemming van die verordening op het nationale recht. Een richtlijn maakt het daarentegen mogelijk om het bestaande goederen- of insolventierecht aan te passen of om op de daarvoor geschikte plaatsen, bijvoorbeeld in het Burgerlijk Wetboek en faillissementswetgeving, nieuwe bepalingen toe te voegen.

Toch was het, ondanks de (overigens terechte) door Löber en Klima aangevoerde bezwaren tegen een verordening, mijns inziens ook denkbaar om de meeste in de vorige paragraaf besproken probleempunten bij grensoverschrijdende financiële zekerheidsarrangementen te adresseren door middel van een verordening. Die verordening zou in mijn ogen dan echter niet (primair) gericht moeten zijn op harmonisatie van het nationale goederen- en insolventierecht – het is immers zeer lastig om een direct werkend, parallel regime voor zekerheid op girale activa te ontwerpen dat aansluit bij het goederen- en insolventierecht van alle EU-lidstaten –, maar op de verplichte erkenning van door buitenlands recht beheerste financiële zekerheidsarrangementen en het waarborgen van de vlotte uitwinbaarheid daarvan bij insolventie van de zekerheidsgever. Op die manier verdwijnen de meeste, door de Commissie geconstateerde knelpunten als sneeuw voor de zon. Bovendien sluit een dergelijke benadering goed aan bij de praktijk. Girale activa worden, zoals uitgebreid in hoofdstuk 2 aan de orde kwam, in zekerheid gegeven op basis van gestandaardiseerde raamovereenkomsten die veelal worden beheerst door Engels recht of het recht van de staat New

⁷⁰ Löber & Klima 2006, p. 205.

York. De eerste vraag is dus steeds of het toepasselijke goederen- en insolventierecht niet in de weg staat aan de geldigheid en vlotte uitwinbaarheid van door buitenlands recht beheerste financiële zekerheidsarrangementen.⁷¹

Wat daarvan zij, de Commissie heeft gekozen voor een richtlijn. Zoals hierboven is opgemerkt, is de verwijzing naar het feit dat de Finaliteitsrichtlijn ook een bepaling met betrekking tot ‘zakelijke zekerheden’ bevat en de Collateral Richtlijn daarbij aansluit, wel een erg magere onderbouwing. Er is echter ook een ander argument aan te voeren – waarop de Commissie slechts zijdelings wijst in de Toelichting EC – om voor een richtlijn te kiezen in plaats van een verordening, namelijk dat de geconstateerde probleempunten óók kunnen worden aangepakt door middel van een richtlijn. Een vereenvoudigd regime voor zekerheid op girale activa kan bijvoorbeeld ook gecreëerd worden door van de lidstaten te vereisen dat de enige geldigheidsvoorwaarde die gesteld mag worden aan het in zekerheid geven van girale activa is dat deze in het bezit of onder de controle komen van de zekerheidsnemer of een persoon die namens de zekerheidsnemer optreedt, terwijl geen andere formaliteiten mogen gelden voor het in zekerheid geven van girale activa. Het argument om voor een richtlijn te kiezen, is dan gelegen in het Europeesrechtelijke subsidiariteitsbeginsel:⁷² met een richtlijn kunnen enerzijds de verschillen tussen nationale wetgeving van de lidstaten op het terrein van het in zekerheid geven van girale activa worden opgeheven en daarmee de zojuist besproken probleempunten worden geadresseerd, terwijl anderzijds minder diep wordt ingegrepen in het bestaande nationale recht dan dat een verordening dat doet.

3.6 De Collateral Richtlijn: harmonisatie van het recht betreffende zekerheid op girale activa

Artikelen 3 tot en met 9 Collateral Richtlijn beogen een oplossing te bieden voor de hiervoor in § 3.4 besproken knelpunten. De door de richtlijn geboden oplossingen worden in deze paragraaf besproken.

(i) Afschaffing van omslachtige formaliteiten voor de totstandkoming en uitwinning van (beperkte) zekerheid(srechten) op girale activa

Art. 3 Collateral Richtlijn bepaalt dat het bestaan, de geldigheid, derdenwerking, afdwingbaarheid of toelaatbaarheid als bewijs van financiële zekerheidsarrangementen niet mag afhangen van het vervullen van enige formaliteit. Dit zogenaamde formaliteitenverbod is het onderwerp van hoofdstuk 5.

Naast het afschaffen van omslachtige formaliteiten met betrekking tot de totstandkoming van zekerheid op girale activa, dient ook de uitwinning van een beperkt zekerheidsrecht op geld en effecten snel en eenvoudig te kunnen plaatsvinden. Snelle en eenvoudige uitwinning beperkt niet alleen de adminis-

⁷¹ Zie over het ontbreken van een erkenningsclausule in de Collateral Richtlijn nader § 3.7.

⁷² Zie art. 5 VwEU.

tratieve lasten voor partijen, maar voorkomt dat de insolventie van één financiële marktpartij leidt tot een keten van in problemen verkerende financiële marktpartijen.⁷³ De snelle en eenvoudige uitwinning van een beperkt zekerheidsrecht op girale activa moet worden gerealiseerd door implementatie van art. 4 Collateral Richtlijn.

Op grond van art. 4 lid 1 Collateral Richtlijn kunnen effecten kort gezegd worden uitgewonnen door verkoop of toe-eigening. Giraal geld kan worden uitgewonnen door het bedrag te verrekenen met of in mindering te brengen op de verzekerde verplichting. Art. 4 lid 4 Collateral Richtlijn verbiedt voorts dat de uitwinning van een beperkt zekerheidsrecht op financiële activa afhankelijk is van (i) kennisgeving van het voornemen om tot uitwinning van het beperkte zekerheidsrecht over te gaan, (ii) rechterlijke goedkeuring, (iii) uitwinning van het beperkte zekerheidsrecht middels een openbare veiling of op enigerlei andere voorgeschreven manier of (iv) het verstrijken van een bepaalde periode. Om een evenwicht tussen snelle en eenvoudige uitwinning enerzijds en de bescherming van de zekerheidsgever en derden (in het bijzonder kan gedacht worden aan de overige crediteuren van de zekerheidsgever) anderzijds te bereiken, kunnen de lidstaten in hun nationale wetgeving een posterieure rechterlijke controle handhaven of invoeren waarmee kan worden nagegaan of de waardering van het onderpand en de berekening van de verzekerde verplichting op commercieel redelijke wijze is geschied.⁷⁴

(ii) Eenvormig regime voor de totstandkoming van (beperkte) zekerheid(rechten) op girale activa

Op grond van art. 3 lid 2 jo. art. 1 lid 5 jo. art. 2 lid 2 Collateral Richtlijn is, naast het schriftelijkheidsvereiste, de enige formaliteit die de lidstaten mogen voorschrijven voor het in zekerheid geven van girale activa dat de girale activa in het bezit of onder de controle komen van de zekerheidsnemer of een persoon die namens de zekerheidsnemer optreedt.⁷⁵ Wanneer er sprake is van 'bezit of controle' van girale activa, wordt niet nader in de Collateral Richtlijn uitgewerkt. Het controlevereiste komt aan bod in hoofdstuk 6.

(iii) Het gebruiksrecht bij beperkte zekerheidsrechten op girale activa

Art. 5 lid 1 Collateral Richtlijn bepaalt dat de zekerheidsnemer de bevoegdheid kan worden toegekend het tot zekerheid verbonden geld of de tot zekerheid verbonden effecten 'te gebruiken en te vervreemden alsof hij daarvan eigenaar of gerechtigde is'. Mits partijen hierover overeenstemming hebben bereikt, kan (en mag) de beperkt zekerheidsgerechtigde dus over de girale activa beschikken. Het gebruiksrecht is het onderwerp van hoofdstuk 7.

⁷³ Overweging 17 van de considerans.

⁷⁴ Art. 4 lid 6 Collateral Richtlijn en overweging 17 van de considerans.

⁷⁵ Zie ook overweging 9 van de considerans: 'Ter beperking van de administratieve lasten voor partijen die onder het toepassingsgebied van deze richtlijn vallende financiële zekerheden gebruiken, kan de nationale wetgeving met betrekking tot de financiële zekerheid aan de partijen alleen als geldigheidsvoorwaarden voorschrijven dat deze zekerheid onder de controle komen van de zekerheidsnemer of een persoon die namens de zekerheidsnemer optreedt (...).'

(iv) *'Erkenning' van de overdracht tot zekerheid van girale activa*

Art. 6 lid 1 Collateral Richtlijn bepaalt eenvoudigweg dat 'een financiële zekerheidsovereenkomst die leidt tot overdracht van eigendom/gerechtigdheid overeenkomstig de daarin vervatte bepalingen rechtsgevolg kan hebben'. Het doel van dit artikel is de zekerheidseigendom van girale activa te beschermen tegen ongeldigheid op grond van *recharacterisation*.⁷⁶ (De 'erkenning' van) de overdracht tot zekerheid komt uitgebreid aan de orde in hoofdstuk 8.

(v) *'Erkenning' van margin maintenance- en substitutieclausules alsmede close-out-netting-bepalingen*

Zoals in § 2.3 aan de orde kwam, bevatten gestandaardiseerde raamovereenkomsten voor *repurchase agreements*, *securities lending agreements* en (zekerheidsarrangementen in het kader van) derivatenovereenkomsten *margin maintenance*- en substitutie-bepalingen. Om te bewerkstelligen dat het in zekerheid geven van girale activa uit hoofde van deze bepalingen geldig is wanneer de zekerheidsverschaffing plaatsvindt vlak voor of op de dag dat de zekerheidsgever insolvent raakt, bepaalt art. 8 Collateral Richtlijn kort gezegd dat (i) de 00:00-uur-regel en (ii) regels die bepalen dat de zekerheidsstelling ongeldig of nietig is omdat deze heeft plaatsgevonden in een bepaalde periode voorafgaande aan de insolventverklaring, niet van toepassing zijn op het verschaffen van aanvullende zekerheid en/of de vervanging van de tot zekerheid verschaft girale activa. Art. 8 Collateral Richtlijn doet echter geen afbreuk aan de mogelijkheid om de financiële zekerheidsovereenkomst en de zekerheidsverschaffing als onderdeel van de oorspronkelijke verschaffing, aanvulling of vervanging van onderpand naar het nationale recht aan te tasten, bijvoorbeeld wanneer dit opzettelijk is gedaan ten nadele van de andere schuldeisers.⁷⁷ De Collateral Richtlijn laat de *actio pauliana* met andere woorden onverlet.

Art. 7 Collateral Richtlijn heeft betrekking op close-out-netting-clausules. Hiervoor werd er reeds op gewezen dat close-out-netting-clausules een belangrijk onderdeel zijn van *repurchase agreements*, *securities lending agreements* en (zekerheidsarrangementen in het kader van) derivatenovereenkomsten die zijn aangegaan op basis van (gestandaardiseerde) raamovereenkomsten.⁷⁸ Een close-out-netting-clausule wordt in art. 2 lid 1 sub m Collateral Richtlijn als volgt gedefinieerd:

'een clause van een financiële zekerheidsovereenkomst dan wel van een overeenkomst waarvan een financiële zekerheidsovereenkomst deel uitmaakt of, bij gebreke van een overeenkomst, enig wettelijk voorschrift krachtens hetwelk bij het plaatsvinden van een afdwingings-

⁷⁶ Overweging 13 van de considerans: 'Deze richtlijn beoogt de geldigheid van financiële zekerheidsovereenkomsten die uitgaan van de volledige overdracht van de eigendom van/gerechtigdheid tot de als zekerheid verschaft financiële activa te beschermen, zoals door middel van het elimineren van het herkwalficeren van dergelijke financiële zekerheidsovereenkomsten (waaronder retrocessieovereenkomsten) tot zekerheidsstellingen.' Zie § 8.5 over de vraag of met dit artikel ook beoogd is het zogenaamde 'fiduciaverbod' op te heffen.

⁷⁷ Overweging 16 van de considerans.

⁷⁸ Zie § 3.4 sub (v).

grond, door saldering, verrekening of anderszins: (i) de verplichtingen van de partijen worden onmiddellijk vervroegd opeisbaar en worden omgezet in een verplichting tot het betalen van een bedrag dat hun geschatte actuele waarde vertegenwoordigt, dan wel worden beëindigd en vervangen door een verplichting tot het betalen van zulk een bedrag, en/of (ii) de rekening wordt opgemaakt van hetgeen de ene partij aan de andere verschuldigd is uit hoofde van die verplichtingen en een nettobedrag gelijk aan het saldo van die rekening moet worden betaald door de partij die het hoogste bedrag aan de andere partij verschuldigd is.’

Op grond van art. 7 Collateral Richtlijn dienen de EU-lidstaten te bewerkstelligen dat een close-out-netting-bepaling zoals hierboven gedefinieerd ‘overeenkomstig de daarin vervatte bepalingen rechtsgevolg kan hebben’. Hiermee wordt beoogd te voorkomen dat ‘cherry-picking’ en het toepasselijke insolventierecht aan close-out-netting in de weg staat.

(i) Uniforme regel van internationaal privaatrecht voor het goederenrechtelijke regime met betrekking tot girale effecten

Het laatste knelpunt betrof onduidelijkheid omtrent de verwijzingsregel die het goederenrechtelijke regime ten aanzien van girale effecten bepaalt. De oplossing voor de hierdoor ontstane rechtsonzekerheid wordt geboden door art. 9 lid 2 Collateral Richtlijn.⁷⁹ Conform dit artikel wordt het goederenrechtelijke regime met betrekking tot girale effecten beheerst door het recht van het land waar de betrokken effectenrekening wordt aangehouden (de zogenaamde PRIMA-regel). Onder ‘betrokken rekening’ wordt verstaan ‘het register of de rekening – die kan worden aangehouden door de zekerheidsnemer – waarop de inschrijvingen plaatsvinden waarmee die giraal overdraagbare effecten worden verschaft aan de zekerheidsnemer’.⁸⁰ Een vergelijkbare regel werd ook reeds gehanteerd in de Finaliteitsrichtlijn.⁸¹

3.7 Het ontbreken van een erkenningsclausule

De Europese Commissie heeft ervoor gekozen om de hierboven besproken probleempunten aan te pakken door middel van een richtlijn die het goedereninsolventierecht en conflictenrecht inzake zekerheid op girale activa harmoniseert. Wibier wijst er terecht op dat de Collateral Richtlijn niet de erkenning van naar buitenlands recht aangegane financiëlezekerheidsarrangementen regelt:

‘(...) the Directive does not explicitly deal with the question to what extent collateral arrangements that have been entered into under a specific jurisdiction, for instance the laws of England and Wales pursuant to the above conflicts rule, should be recognised and given full

⁷⁹ Overweging 8 van de considerans: ‘Indien de zekerheidsnemer een zekerheidsovereenkomst heeft gesloten die geldig is en rechtsgevolg heeft overeenkomstig het recht van het land waar de rekening in kwestie wordt bijgehouden, worden de geldigheid van het zekerheidsrecht ten opzichte van een eventuele concurrerende gerechtigdheid of ander recht en de afdwingbaarheid daarvan uitsluitend beheerst door het recht van dat land, waardoor rechtsonzekerheid ingevolge andere, onvoorziene wetgeving wordt voorkomen.’

⁸⁰ Art. 2 lid 1 sub h Collateral Richtlijn.

⁸¹ Zie art. 9 lid 2 Finaliteitsrichtlijn (geciteerd in voetnoot 9 (hoofdstuk 3)). De beide regels van conflictenrecht zijn evenwel niet identiek, zie Haentjens 2007, p. 240.

*effect in accordance with their terms in another jurisdiction (for instance the Netherlands) if the relevant collateral provider is subject to the insolvency laws of such jurisdiction.*⁸²

Wanneer aan de zekerheidsnemer op basis van een door Engels recht beheerst financieelzekerheidsarrangement girale activa in zekerheid worden gegeven door een Nederlandse wederpartij, is in beginsel Nederlands insolventierecht van toepassing wanneer de zekerheidsgever insolvent raakt.⁸³ Het is niet uitgesloten dat ook na implementatie van de Collateral Richtlijn zich een situatie voordoet waarbij *‘certain effects that a collateral arrangement might have as a matter of English law (for instance, a right to appropriate collateral or a right of set off of the secured liabilities against the value of the collateral) could still have no effect in the Netherlands on the grounds of being incompatible with mandatory Dutch insolvency law’*.⁸⁴ Wibier vervolgt:

*‘The fact that Dutch substantive law now offers the possibility to enter into collateral arrangements that do allow for appropriation and set off of the secured liabilities against the value of the collateral does not necessarily mean that an English law collateral arrangement to that effect would be recognised in the Netherlands. Harmonising rules of substantive law is simply something different from requiring recognition of foreign law governed collateral arrangements, and this distinction would seem to have been ignored by the drafters of the Collateral Directive.’*⁸⁵

Wibier concludeert dat zelfs in het onwaarschijnlijke geval dat de Collateral Richtlijn op exact dezelfde manier geïmplementeerd is in alle EU-lidstaten, dit probleem in ieder geval in theorie blijft bestaan, omdat op grond van Nederlandse regels van het internationaal privaatrecht geweigerd kan worden om financieelzekerheidsarrangementen of bepaalde gevolgen daarvan te erkennen, simpelweg omdat het zekerheidsarrangement wordt beheerst door buitenlands recht.⁸⁶ De erkenning van buitenlandse financieelzekerheidsarrangementen is in zijn ogen zelfs belangrijker dan harmonisatie van materieel recht op dit terrein omdat *‘English law would seem to be the dominant law for financial collateral arrangements for Dutch Companies’*.⁸⁷ Doordat de Collateral Richtlijn niet voorziet in de erkenning van financieelzekerheidsarrangementen die door buitenlands recht worden beheerst, in het bijzonder Engels recht en het recht van de staat New York, is het alsnog mogelijk dat financieelzekerheidsarrangementen ongeldig of niet vlot uitwinbaar zijn.

Dit probleem had voorkomen kunnen worden door een bepaling in de Collateral Richtlijn op te nemen die verplicht tot erkenning van financieelzekerheidsarrangementen die naar buitenlands recht zijn aangegaan. Er is óók een andere oplossing denkbaar. Zo heeft de Belgische wetgever het ‘gat’ dat ontstaat door het materiële recht te harmoniseren zonder te voorzien in de erkenning van naar

⁸² Wibier 2009, p. 404.

⁸³ Zie § 3.4 sub (v).

⁸⁴ Wibier 2009, p. 404.

⁸⁵ *Idem*.

⁸⁶ Wibier 2009, p. 404-405.

⁸⁷ Wibier 2009, p. 396.

buitenlands recht aangegane financiëlezekerheidsarrangementen opgevuld door in de Belgische implementatiewetgeving op te nemen dat met de term ‘zakelijke-zekerheidsovereenkomsten’ ook soortgelijke overeenkomsten worden bedoeld die, ingevolge de *lex contractus*, worden beheerst door buitenlands recht.⁸⁸ Dientengevolge is de Belgische implementatiewetgeving, de WFZ, ‘ook van toepassing (...) op de overeenkomsten die conform een buitenlandse regelgeving zijn gesloten en qua aard vergelijkbaar zijn met de overeenkomsten naar Belgisch recht’.⁸⁹

3.8 Conclusie

De Finaliteitsrichtlijn is de eerste Europese richtlijn die, zij het in beperkte mate, het recht inzake zekerheid op girale activa harmoniseert. Op grond van art. 9 lid 1 Finaliteitsrichtlijn zijn alle realiseerbare activa die in zekerheid zijn gegeven aan een deelnemer van een systeem of de systeemexploitant of aan een nationale centrale bank of de ECB in het kader van monetaire beleidstransacties uitgezonderd van bepaalde regels van insolventierecht, zoals de 00:00-uurregel en de afkoelingsperiode. Na de totstandkoming van de Finaliteitsrichtlijn hebben verschillende (belangen)organisaties erop gewezen dat óók Europese regelgeving vereist is met betrekking tot zekerheid op girale activa buiten de context van betalings- en effectenafwikkelingssystemen en monetaire beleids-transacties, namelijk wanneer girale activa in zekerheid worden gegeven in het kader van *repurchase agreements*, *securities lending agreements* en derivatenovereenkomsten (zogenaamde ‘bilaterale financiëlezekerheidsovereenkomsten’). In deze praktijkbehoefte voorziet de Collateral Richtlijn.

Het in zekerheid geven van girale activa in het kader van *repurchase agreements*, *securities lending agreements* en derivatenovereenkomsten vindt veelvuldig plaats in een grensoverschrijdende context. De verschillen tussen nationale wetgeving van de lidstaten op het terrein van zekerheid op girale activa alsmede onduidelijkheid over het toepasselijke recht leidt volgens de Europese Commissie tot ‘zware administratieve lasten die de totstandkoming van een efficiënte en geïntegreerde EU-markt in de weg staan, maar ook rechtsonzekerheid die aanleiding geeft tot onnodig systeemrisico op de financiële markten doordat het risico van nietigheid groter is bij het grensoverschrijdend dan bij het binnenlands gebruik van zakelijke zekerheden’.⁹⁰ De Collateral Richtlijn beoogt de administratieve lasten weg te nemen en de rechtszekerheid te bevorderen door harmonisatie van de relevante onderdelen van het nationale goederen-, insolventie- en conflictenrecht.

In tegenstelling tot de Finaliteitsrichtlijn, voorziet de Collateral Richtlijn niet enkel in een ‘bijzonder insolventierechtregime’ voor zekerheid op financiële activa (zie in het bijzonder art. 7 en 8 Collateral Richtlijn) en een regel van

⁸⁸ Art. 3, 3° WFZ.

⁸⁹ Parl. St. Kamer, 2004-2005, nr. 1407/001, p. 27.

⁹⁰ Toelichting EC, p. 4.

conflictenrecht wat betreft zekerheid op effecten (art. 9 Collateral Richtlijn). Zij voorziet tevens in harmonisatie van materieel goederenrecht. De richtlijn schrijft voor dat er geen ‘omslachtige formaliteiten’ mogen gelden voor de totstandkoming en uitwinning van zekerheid op girale activa (art. 3 en 4). Daarnaast roept de richtlijn een eenvormig regime voor de totstandkoming van zekerheid op girale activa in het leven (art. 3 lid 2 jo. art. 1 lid 5 jo. art. 2 lid 2). Ten derde bepaalt de richtlijn dat de zekerheidsnemer ook bij een beperkt zekerheidsrecht op girale activa de bevoegdheid moet kunnen worden toegekend om over de in zekerheid gegeven girale activa te beschikken (art. 5) en ten slotte dient de overdracht tot zekerheid van girale activa mogelijk te zijn (art. 6).

Opvallend is dat de Collateral Richtlijn niet voorziet in een verplichting tot erkenning van naar buitenlands recht, bijvoorbeeld Engels recht, aangegane financiëlezekerheidsarrangementen. Een dergelijke bepaling is essentieel omdat *repurchase agreements*, *securities lending agreements* en zekerheidsarrangementen in het kader van derivatenovereenkomsten, zoals in hoofdstuk 2 aan de orde kwam, doorgaans worden beheerst door Engels recht of het recht van de staat New York. De eerste vraag is dus steeds of dergelijke, door buitenlands recht beheerste zekerheidsarrangementen in een andere lidstaat (bijvoorbeeld Nederland) worden erkend en volledige werking hebben overeenkomstig hetgeen door partijen is overeengekomen. Het ontbreken van een erkenningsclausule betekent dat ook na implementatie van de Collateral Richtlijn zich, in ieder geval in theorie, het geval kan voordoen dat zekerheid op girale activa niet erkend wordt of dat bepaalde gevolgen daarvan niet erkend worden. De Collateral Richtlijn lijkt in dit opzicht niet waterdicht.

Zoals gezegd, voorziet de Collateral Richtlijn in vereenvoudiging en opheffing van verschillen tussen nationale wetgeving van de lidstaten inzake zekerheid op girale activa. Het doel van de Collateral Richtlijn is een zo uniform mogelijk regime in het leven te roepen voor de overdracht tot zekerheid van en beperkte zekerheidsrechten op girale activa.⁹¹ In hoeverre de Collateral daarin is geslaagd, is het onderwerp van onderzoek van de hoofdstukken 5 tot en met 8. In het volgende hoofdstuk worden eerst een aantal inleidende opmerkingen met betrekking tot (implementatie van) de Collateral Richtlijn gemaakt.

91 Toelichting EC, p. 26.

4 | Inleidende beschouwingen over (de implementatie van) de Collateral Richtlijn

4.1 Inleiding

In dit hoofdstuk komt een aantal onderwerpen aan bod die bespreking verdienen voordat wordt ingegaan op (de implementatie van) specifieke onderdelen van de Collateral Richtlijn in de hoofdstukken 5 tot en met 8. In § 4.2 wordt ten eerste een overzicht gegeven van de plaats en wijze van implementatie van de Collateral Richtlijn in het Belgische, Duitse, Nederlandse en Engelse recht. De daaropvolgende paragraaf is gewijd aan het toepassingsbereik van de Collateral Richtlijn en het toepassingsbereik van de implementatiewetgeving (§ 4.3). Er wordt in het bijzonder aandacht besteed aan het zogenaamde personele toepassingsbereik van de Collateral Richtlijn en de implementatie daarvan. Ten derde volgt een beschouwing van het kernbegrip van de Collateral Richtlijn: de ‘financiële zekerheidsovereenkomst’ (§ 4.4). Ik sluit het hoofdstuk af met een conclusie (§ 4.5).

4.2 Algemene opmerkingen omtrent implementatie van de Collateral Richtlijn

4.2.1 *Belgisch recht*

In België is de Collateral Richtlijn geïmplementeerd in een afzonderlijke wet, de Wet betreffende financiële zekerheden en houdende diverse fiscale bepalingen inzake zakelijke zekerheidsovereenkomsten en leningen met betrekking tot financiële instrumenten (hierna: ‘WFZ’).¹ De WFZ bevat vierenzeventig artikelen. De kern van de WFZ wordt gevormd door de artikelen 1 tot en met 17, waarin achtereenvolgens enige begrippen gedefinieerd worden, het toepassingsgebied van de wet omschreven wordt en vervolgens de onderdelen bewijs, pandrecht, eigendomsoverdracht tot zekerheid, repo’s, nettingovereenkomsten, insolventie en internationaal privaatrecht aan bod komen.

4.2.2 *Duits recht*

In Duitsland is de Collateral Richtlijn geïmplementeerd door wijziging van het *Bürgerliches Gesetzbuch* (hierna: ‘BGB’), de *Insolvenzordnung* (hierna: ‘InsO’),

¹ *Belgisch Staatsblad* 2005, 255, zoals gewijzigd door onder meer de Wet tot omzetting van Richtlijn 2009/44/EG van het Europees Parlement en de Raad van 6 mei 2009 tot wijziging van Richtlijn 98/26/EG betreffende het definitieve karakter van de afwikkeling van betalingen en effectentransacties in betalings- en afwikkelingssystemen en Richtlijn 2002/47/EG betreffende financiële zekerheidsovereenkomsten wat gekoppelde systemen en kredietvorderingen betreft, *Belgisch Staatsblad* 2011, 2922.

het *Kreditwesengesetz* (hierna: 'KWG') en het *Depotgesetz* (hierna: 'DepotG').² Art. 1 lid 17 KWG definieert het begrip *Finanzsicherheit* en uit dat artikel volgt tevens wat het toepassingsbereik van de Duitse implementatiewetgeving is. De enige wijziging die het BGB heeft ondergaan ten gevolge van de implementatie van de Collateral Richtlijn is de aanpassing van § 1259 BGB. Hiermee is de door art. 4 Collateral Richtlijn vereiste opheffing van het toe-eigeningsverbod gerealiseerd voor financiële zekerheidsarrangementen tot vestiging van een pandrecht. Het meest opvallende aan de Duitse implementatiewetgeving is dat de Duitse wetgever meent dat voor zover het art. 5 Collateral Richtlijn – het gebruiksrecht – betreft '*im deutschen Recht kein Umsetzungsbedarf [besteht]*'.³ Hetzelfde geldt voor art. 6 Collateral Richtlijn. Door wijziging van de InsO zijn art. 7 en 8 Collateral Richtlijn in het Duitse recht omgezet. Art. 9 Collateral Richtlijn – dat een regel van internationaal privaatrecht geeft voor het goederenrechtelijke regime met betrekking tot girale effecten – is omgezet in § 17a DepotG.

4.2.3 Nederlands recht

De Collateral Richtlijn is in Nederland (onder meer) geïmplementeerd door toevoeging van nieuwe bepalingen aan het Burgerlijk Wetboek (hierna: 'BW') en de Faillissementswet (hierna: 'Fw').⁴ De kern van de Nederlandse implementatiewetgeving bestaat uit de toevoeging van een nieuwe titel aan Boek 7 BW die het opschrift 'Financiële zekerheidsovereenkomsten' draagt. De wetgever volgt in titel 7.2 BW de structuur van de Collateral Richtlijn door allereerst een aantal begrippen te definiëren (art. 7:51 BW; vgl. art. 2 Collateral Richtlijn), vervolgens een bepaling over het (personele) toepassingsgebied op te nemen (art. 7:52 BW; vgl. art. 1 Collateral Richtlijn), daarna de bijzondere bevoegdheden die een pandhouder kan bedingen te omschrijven (art. 7:53 en 7:54 BW; vgl. art. 5 en 4 Collateral Richtlijn) en ten slotte een bepaling over de erkenning van de overdracht tot zekerheid op te nemen (art. 7:55 BW; vgl. art. 6 Collateral Richtlijn).

De wijzigingen die de Nederlandse wetgever heeft aangebracht in het BW zijn in vergelijking met de wijzigingen van het BGB dus veel omvangrijker. Het meest opvallende aan de Nederlandse implementatiewetgeving is dat art. 3 Collateral

² *Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2002/47/EG vom 6. Juni 2002 über Finanzsicherheiten und zur Änderung des Hypothekendarlehensgesetzes und anderer Gesetze vom 5. April 2004*, BGBl I 2004, p. 502 e.v. en *Gesetz zur Umsetzung der geänderten Bankenrichtlinie und der geänderten Kapitaladäquanzrichtlinie vom 19. November 2010*, BGBl I 2010, 1592.

³ BT-Drucks 15/1853, p. 11.

⁴ Wet van 22 december 2005 tot uitvoering van Richtlijn nr. 2002/47/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 6 juni 2002 betreffende financiële zekerheidsovereenkomsten, *Stb.* 2006, 15 en Wet van 21 april 2011 tot wijziging van het Burgerlijk Wetboek en de Faillissementswet ter implementatie van Richtlijn 2009/44/EG van het Europees Parlement en de Europese Raad van 6 mei 2009 tot wijziging van Richtlijn 98/26/EG betreffende het definitieve karakter van de afwikkeling van betalingen en effectentransacties in betalings- en afwikkelingssystemen en Richtlijn 2002/47/EG betreffende financiële zekerheidsovereenkomsten wat gekoppelde systemen en kredietvorderingen betreft (PbEU L 146/37), *Stb.* 2011, 210. Voor een volledig overzicht van de omzetting van de Collateral Richtlijn in het Nederlandse recht wordt verwezen naar de bij *Kamerstukken II* 2004/05, 30 138, nr. 3 opgenomen transponeringsmodel (p. 27-28) en voor een omzetting van de Wijzigingsrichtlijn in het Nederlandse recht de bijlage bij *Kamerstukken II* 2009/10, 32 457, nr. 3 (p. 20-22).

Richtlijn dat, kort gezegd, bepaalt dat de het financieelzekerheidsarrangement niet afhankelijk mag zijn van het vervullen van enige formaliteit, niet geïmplementeerd is in het Nederlandse recht. Het controlevereiste is evenmin terug te vinden in de Nederlandse implementatiewetgeving.

4.2.4 *Engels recht*

In het Verenigd Koninkrijk is de Collateral Richtlijn omgezet door middel van de *Financial Collateral Arrangements (No.2) Regulations 2003* (hierna: 'FCAR').⁵ In de FCAR wordt ten eerste een groot aantal begrippen gedefinieerd. Vervolgens worden enkele bepalingen buiten toepassing verklaard die formaliteiten verbinden aan de totstandkoming van *financial collateral arrangements*. Het derde deel voert de door de Collateral Richtlijn vereiste wijzigingen in het insolventierecht door. Het vierde deel heeft betrekking op het gebruiksrecht van de pandhouder en het recht van toe-eigening. Het vijfde deel, ten slotte, implementeert de conflictenrechtelijke regel voor girale effecten.

4.3 **Het toepassingsbereik van de Collateral Richtlijn en de implementatiewetgeving**

4.3.1 *Het toepassingsbereik van de Collateral Richtlijn*

4.3.1.1 INLEIDING

Het toepassingsbereik van de Collateral Richtlijn wordt in art. 1 omschreven. Art. 1 lid 1 Collateral Richtlijn maakt een onderscheid tussen de 'financiëlezekerheidsovereenkomst' en de 'als zekerheid verschaft financiële activa' en bepaalt dat de 'richtlijn voorziet in een communautaire regeling voor financiëlezekerheidsovereenkomsten die voldoen aan de eisen opgenomen in de leden 2 en 5, en als zekerheid verschaft financiële activa overeenkomstig de leden 4 en 5'. Kort samengevat kunnen uit art. 1 lid 2, 4 en 5 de volgende vijf vereisten voor toepasselijkheid van de Collateral Richtlijn worden afgeleid: (i) goederen worden overgedragen tot zekerheid of daarop wordt een beperkt zekerheidsrecht gevestigd, (ii) die goederen bestaan uit geld, effecten of kredietvorderingen (iii) ten minste de zekerheidsgever of de zekerheidsnemer is een financiële instelling zoals omschreven in art. 1 lid 2 sub a tot en met d Collateral Richtlijn, terwijl zijn wederpartij geen consument is, (iv) er is sprake van 'bezit of controle' van de financiële activa door de zekerheidsnemer en (v) er is voldaan aan het bepaalbaarheidsvereiste en het schriftelijkheidsvereiste.

4.3.1.2 VOORWAARDE (I): ZEKERHEID

De eerste voorwaarde voor toepasselijkheid van de Collateral Richtlijn is het stellen van zekerheid door overdracht of vestiging van een beperkt zekerheidsrecht. Dit vereiste wordt niet expliciet in de richtlijn genoemd, maar volgt uit de

⁵ SI 2003/3226, zoals gewijzigd door SI 2009/2462, SI 2010/2993 en SI 2013/600.

definitie van financiële zekerheidsovereenkomst. De financiële zekerheidsovereenkomst wordt gedefinieerd als de ‘financiële zekerheidsovereenkomst tot overdracht’ en ‘financiële zekerheidsovereenkomst tot vestiging van een zakelijk zekerheidsrecht’.⁶ Volgens art. 2 lid 1 sub b Collateral Richtlijn dient de overdracht van financiële activa plaats te vinden ‘teneinde de nakoming van de betrokken financiële verplichtingen te waarborgen of anderszins af te dekken’ en op grond van art. 2 lid 1 sub c Collateral Richtlijn worden ‘financiële activa als zekerheid verschaft tot vestiging van een zakelijk zekerheidsrecht aan of ten gunste van een zekerheidsnemer’. Hieruit volgt dat vereist is dat financiële activa *in zekerheid worden gegeven*.

Repurchase agreements worden in art. 2 lid 1 sub b Collateral Richtlijn uitdrukkelijk genoemd als voorbeeld van een ‘financiële zekerheidsovereenkomst tot overdracht’. Dat is geen toeval. Zoals uit hoofdstuk 2 en 3 naar voren kwam, is de Collateral Richtlijn primair bedoeld voor financiële zekerheidsarrangementen zoals *repurchase agreements*. Deze stelling gaat echter ook op voor *securities lending agreements* en (zekerheidsarrangementen in het kader van) derivatenovereenkomsten, maar hieraan wordt niet gerefereerd in art. 2 lid 1 sub b Collateral Richtlijn. De reden hiervoor is naar mijn mening dat het inherent is aan een *repurchase agreement* dat zekerheid wordt gesteld, terwijl dit niet het geval is bij *securities lending agreements* en derivatenovereenkomsten. Ik licht dit hieronder nader toe.

Repurchase agreements zijn, zoals in § 2.3.2.1 aan de orde kwam, overeenkomsten waarbij de *seller* effecten tegen een bepaalde prijs verkoopt en levert en met de *buyer* afsprekt dat de *buyer* op een zeker moment in de toekomst gelijkwaardige effecten aan de *seller* levert voor een bepaalde prijs. De *facto* dient de koopprijs die de *buyer* betaalt als geldlening en de overdracht van effecten als zekerheid voor de terugbetaling van die geldlening. Het gaat anders gezegd economisch gezien om een geldlening op onderpand van effecten. Door de wijze waarop een *repurchase agreement* gestructureerd is – als twee koopovereenkomsten – is het inherent aan een *repurchase agreement* dat goederen in zekerheid worden gegeven. Een *repurchase agreement* voldoet dus per definitie aan het vereiste dat zekerheid wordt gesteld.

Dit geldt niet voor *securities lending agreements* en derivatenovereenkomsten. Hoewel een *securities lending agreement* wat betreft haar economisch effect gezien kan worden als het spiegelbeeld van een *repurchase agreement* – een *securities lending agreement* kan omschreven worden als een ‘effectenlening’⁷ op onderpand van geld of andere dan de ‘uitgeleende’ effecten –, is aan een *securities lending agreement* niet inherent dat girale activa in zekerheid worden gegeven. In het kader van een *securities lending agreement* bestaat voor de *lender* de verplichting om bepaalde effecten in verbruikleen te geven en voor de *borrower* de verplichting om op een zeker tijdstip in de toekomst gelijkwaardige

⁶ Art. 2 lid 1 sub a Collateral Richtlijn.

⁷ In voetnoot 72 (hoofdstuk 2) werd er reeds op gewezen dat deze overeenkomsten (naar Nederlands recht) kwalificeren als overeenkomsten van verbruikleen.

effecten over te dragen. Voor de verplichting tot levering van gelijkwaardige effecten *kan* – en wordt in de praktijk vaak –⁸ zekerheid gesteld, maar dit *hoeft* niet. Indien geen zekerheid wordt gesteld voor de verplichting tot overdracht van effecten die gelijkwaardig zijn aan de in verbruikleen gegeven effecten, dan valt een *securities lending agreement* niet onder het toepassingsbereik van de Collateral Richtlijn. Er is immers niet aan de eerste voorwaarde – het stellen van zekerheid – voldaan.

Derivatenovereenkomsten zijn, zoals in § 2.3.4.1 aan de orde kwam, overeenkomsten waarbij de verplichtingen van partijen afhankelijk zijn van de waarde van onderliggende goederen, een koers of een index. Een derivaat zelf is dus geen financiëlezekerheidsovereenkomst omdat geen girale activa in zekerheid worden gegeven. Wel kan voor de uit een derivatenovereenkomst voortvloeiende verplichtingen zekerheid wordt gesteld. In § 2.3.4.2 kwam aan de orde dat dit in de praktijk vaak gebeurt. Bij OTC-derivaten vindt de zekerheidsstelling veelal plaats op basis van een ISDA Credit Support Document.⁹ Alleen wanneer voor de uit een derivatenovereenkomst voortvloeiende verplichtingen zekerheid wordt gesteld, is daarop – mits ook aan de hierna te bespreken voorwaarden is voldaan – het regime van de Collateral Richtlijn van toepassing.

4.3.1.3 VOORWAARDE (II): FINANCIËLE ACTIVA

Conform art. 1 lid 4 sub a Collateral Richtlijn dient het *financial collateral* (de ‘als zekerheid verschaft financiële activa’) te bestaan uit geld, effecten of kredietvorderingen.¹⁰ Voor de betekenis van deze begrippen verwijs ik naar § 2.2.2, 2.2.3 en 2.4.

4.3.1.4 VOORWAARDE (III): DE HOEDANIGHEID VAN DE ZEKERHEIDSGEVER EN ZEKERHEIDSNEMER

Het derde vereiste voor toepasselijkheid van de Collateral Richtlijn is dat ten minste de zekerheidsgever of zekerheidsnemer een financiële instelling is zoals gedefinieerd in art. 1 lid 2 sub a tot en met d (hierna: ‘financiële instelling’). Het gaat om de volgende partijen: (a) overheidsinstanties (daaronder begrepen instellingen behorend tot de overheidssector van de lidstaten die belast zijn met of een rol spelen bij het beheer van de overheidsschuld, alsmede instellingen behorend tot de overheidssector van de lidstaten die zijn gemachtigd om voor klanten rekeningen aan te houden), (b) centrale banken, de ECB, het IMF, de Bank voor Internationale Betalingen, de Europese Investeringsbank en multilaterale ontwikkelingsbanken,¹¹ (c) financiële ondernemingen onder financieel

⁸ Zoals hiervoor in voetnoot 73 (hoofdstuk 2) aan de orde kwam, vereisen de GMSLA en de MSLA dat zekerheid wordt gesteld voor de uit die overeenkomsten voortvloeiende verplichting tot overdracht van gelijkwaardige effecten.

⁹ Zie § 2.3.4.2.2.

¹⁰ Geld, effecten en kredietvorderingen worden in art. 2 lid 1 sub d, e resp. o Collateral Richtlijn gedefinieerd.

¹¹ Multilaterale ontwikkelingsbanken zijn onder meer de Internationale Bank voor Wederopbouw en Ontwikkeling, de Afrikaanse Ontwikkelingsbank en de Islamitische Ontwikkelingsbank.

toezicht inclusief banken, beleggingsondernemingen, financiële instellingen, verzekeraars en levensverzekeraars en ICBE's¹² (d) centrale tegenpartijen, afwikkelende instanties, en verrekeningsinstituten¹³ en gereglementeerde instellingen die een vergelijkbare rol vervullen op derivatenmarkten of een onderneming die optreedt als trustee of in een vertegenwoordigende hoedanigheid namens een of meer personen waaronder obligatiehouders, houders van andere schuldinstrumenten of een instelling als onder a tot en met d hierboven omschreven (een zogenaamde *security trustee*).

De wederpartij kan, op grond van art. 1 lid 2 sub e Collateral Richtlijn, iedere 'andere dan een natuurlijke persoon' zijn, 'waaronder ondernemingen zonder rechtspersoonlijkheid en samenwerkingsverbanden (partnerships)'. De wederpartij kan dus een onderneming of een andere instelling met rechtspersoonlijkheid zijn, maar ook een onderneming zonder rechtspersoonlijkheid, zoals een personenvennootschap. Aangenomen moet worden dat ook een eenmanszaak onder de omschrijving van art. 1 lid 2 sub e Collateral Richtlijn valt.¹⁴ De Collateral Richtlijn is dus in beginsel alleen van toepassing wanneer (i) de zekerheidsgever én de zekerheidsnemer een financiële instelling zijn of (ii) wanneer de zekerheidsgever of de zekerheidsnemer een financiële instelling is en zijn wederpartij geen consument is. Art. 1 lid 3 Collateral Richtlijn geeft vervolgens de mogelijkheid aan de lidstaten om het toepassingsbereik van de Collateral Richtlijn desgewenst te beperken tot gevallen waarbij zowel de zekerheidsgever als de zekerheidsnemer een financiële instelling is. Deze opt-outclausule is het gevolg van een politiek compromis tussen de Europese Commissie, het Europees Parlement en de Raad van Ministers. Dit compromis is op de volgende wijze tot stand gekomen.

In het oorspronkelijke voorstel van de Europese Commissie moest zowel de zekerheidsgever als de zekerheidsnemer (i) een overheidsinstantie of een centrale bank zijn, (ii) een instelling onder financieel toezicht of (iii) een onderneming met een basisvermogen groter dan € 100 miljoen of een onderneming wier totale activa meer dan € 1 miljard bedraagt.¹⁵ Het Europees Parlement was echter van mening dat óók kleine en middelgrote ondernemingen 'de voordelen van de richtlijn' ten deel zou moeten vallen onder de voorwaarde dat 'hun tegenpartij een financiële instelling is'.¹⁶ Het voordeel voor deze

12 In art. 1 lid 2 sub c Collateral Richtlijn wordt verwezen naar de relevante Europese wetgeving (voornamelijk richtlijnen) voor de vraag wat begrepen moet worden onder banken, beleggingsondernemingen, etc.

13 Het gaat hier om partijen die betrokken zijn bij het afwickelen van geld- en effectentransacties. De begrippen 'centrale tegenpartij', 'afwikkelende instantie' en 'verrekeningsinstituut' worden gedefinieerd in art. 2 sub c, d resp. e Finaliteitsrichtlijn.

14 De Collateral Richtlijn zondert in art. 1 lid 2 sub e de 'natuurlijke persoon' uit van haar toepassingsbereik. Dit lijkt op het eerste gezicht de eenmanszaak van het toepassingsbereik van de Collateral Richtlijn uit te sluiten. Met het begrip 'natuurlijke persoon' lijkt echter veeleer bedoeld te zijn een natuurlijke persoon die niet handelt in de uitoefening van zijn beroep of bedrijf, met andere woorden een consument. Een aanwijzing voor de juistheid van deze stelling biedt de Duitse tekst van art. 1 lid 2 sub e Collateral Richtlijn, dat onder 'een ander dan een natuurlijke persoon' uitdrukkelijk *Einzelkaufleute* begriipt.

15 Art. 2 lid 4 van het Voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende financiële zekerheidsovereenkomsten, *PbEG* 2001 C 180 E/312 (hierna: 'Ontwerprichtlijn').

16 Europees Parlement, Eerste Lezing, 23 november 2001, nr. A5-04172001 (hierna: 'Eerste Lezing Europees Parlement'), p. 7, 9 en 17. Zie ook Europees Parlement, Aanbeveling voor de Tweede Lezing, 24 april 2002, nr. A5-0150/2002 (hierna: 'Aanbeveling voor Tweede Lezing'), p. 8.

ondernemingen zou vooral liggen in de verbeterde toegang tot kapitaal.¹⁷ Ook lidstaten hebben, om politieke redenen, op deze uitbreiding aangedrongen.¹⁸ De door het Europees Parlement voorgestelde uitbreiding van het toepassingsbereik heeft de eindstreep bereikt. Door de Raad is vervolgens de bovengenoemde opt-outclausule toegevoegd. Blijkens de Toelichting EC beoogt de aan de lidstaten gegeven mogelijkheid om de Collateral Richtlijn te beperken tot financiële zekerheidsarrangementen tussen financiële instellingen ‘een juist evenwicht te vinden tussen, enerzijds, de noodzaak om de werkingssfeer van de richtlijn nietodeloos te verruimen ten nadele van de andere schuldeisers in een insolventiesituatie, en anderzijds, de noodzaak ervoor te zorgen dat de doelstellingen van de richtlijn bereikt kunnen worden’.¹⁹

In de voorbereidende stukken van de Collateral Richtlijn wordt opgemerkt dat ervan uit wordt gegaan dat ‘de relevantie van de opt-out in de praktijk vrij beperkt zal zijn, aangezien lidstaten hun eigen binnenlandse financiële markt niet zullen willen straffen’.²⁰ Die aanname is juist gebleken: van de mogelijkheid om het toepassingsbereik van de Collateral Richtlijn te beperken tot financiële zekerheidsarrangementen tussen twee financiële instellingen is nauwelijks gebruik gemaakt.²¹

In de rechtsgeleerde literatuur zijn na implementatie van de Collateral Richtlijn echter stemmen opgegaan om de richtlijn op deze of een vergelijkbare wijze te beperken. Volgens Wibier ligt, gezien de doelstelling van de richtlijn om systeemrisico’s tegen te gaan, ‘een beperking tot professionele deelnemers aan het financiële systeem in de rede’.²² Gedacht kan worden aan banken en andere financiële instellingen. Ook Gullifer betoogt dat de Collateral Richtlijn alleen financiële zekerheidsarrangementen tussen financiële marktpartijen zou moeten bestrijken omdat daar systeemrisico’s aanwezig zijn:

‘Thus, ideally, the line would be drawn only to include arrangements between public bodies, central banks, financial institutions and large companies; relating to liquid collateral, that is, cash in the bank (and other) accounts and securities traded on the public markets; and relating to transactions on the wholesale financial markets.’²³

Keijser betoogt eveneens dat de Collateral Richtlijn beperkt kan blijven tot financiële zekerheidsarrangementen tussen financiële marktpartijen omdat ook in dat geval het doel van de Collateral Richtlijn – dat hij verwoordt als het bevorderen van de liquiditeit op de financiële markten – verwezenlijkt kan worden.²⁴ Hij voegt daaraan nog een ander argument toe. Andere partijen dan

17 Eerste Lezing Europees Parlement, p. 17.

18 Aanbeveling voor Tweede Lezing, p. 8.

19 Gemeenschappelijk standpunt door de Raad vastgesteld op 5 maart 2002 met het oog op de aanneming van de richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende financiële zekerheidsovereenkomsten, *PbEG* C 119 E/12, p. 21.

20 Aanbeveling voor Tweede Lezing, p. 7. Zie tevens Devos 2006, p. 30.

21 Zie voor een overzicht: EFMLG, ‘Survey on the implementation of Directive 2002/47/EC on financial collateral arrangements’, maart 2006, p. 10-12 en vgl. § 4.3.2.3 en 4.3.2.4 hierna.

22 Wibier 2006, § 2.

23 Gullifer 2012, p. 34.

24 Keijser 2006, p. 353.

financiële marktpartijen, zoals kleine en middelgrote ondernemingen, zullen in de regel zekerheidsgever zijn. Zoals in het vorige hoofdstuk aan bod kwam, is de Collateral Richtlijn gericht op het bevorderen van de geldigheid en vlotte uitwinbaarheid van financiële zekerheidsarrangementen en het wegnemen van administratieve lasten. Keijser betoogt dat de Collateral Richtlijn de positie van de zekerheidsnemer versterkt en daarmee ‘de belangen van het midden- en kleinbedrijf bedreigd worden’. De belangen van het MKB zouden zijns inziens kunnen worden gewaarborgd door het toepassingsbereik van zowel de richtlijn als de Nederlandse implementatiewetgeving in te perken:

‘Duidelijk is wel dat de positie van degene aan wie geld of effecten zijn verpand of overgedragen in het kader van een financiële zekerheidsovereenkomst, onder de Richtlijn en de Uitvoeringswet veel sterker is dan onder het huidige recht. De Uitvoeringswet geeft een heel ruime toepassing aan de Richtlijn. Gezien de ingrijpende gevolgen kan men zich in gemoede afvragen of deze ruime toepassing gerechtvaardigd is. Heeft de wetgever bij het formuleren van de huidige regels inzake het pandrecht niet geprobeerd de belangen van alle betrokkenen zo goed mogelijk af te wegen? Was de rechtspraak van de Hoge Raad, waarbij de positie van de eigenaar ingevolge een eigendomsoverdracht tot zekerheid in een aantal opzichten werd beperkt, niet gerechtvaardigd? Heeft men in de Faillissementswet niet geprobeerd te komen tot een zo evenwichtig mogelijke afweging van alle betrokken belangen? Inperking van het toepassingsbereik van Richtlijn en Uitvoeringswet ligt voor de hand.’²⁵

Teneinde te bepalen of de Collateral Richtlijn ook van toepassing zou moeten zijn op financiële zekerheidsarrangementen met kleine of middelgrote ondernemingen, moet het nadeel dat de Collateral Richtlijn voor die partijen oplevert (de (mogelijke) verzwakking van hun positie) worden afgewogen tegen het voordeel voor die partijen (een ‘betere toegang tot kapitaal’). Bij mijn weten zijn er geen gegevens bekend over de vraag of kleine en middelgrote ondernemingen dankzij de Collateral Richtlijn eenvoudiger in hun kredietbehoefte kunnen voorzien, maar ik betwijfel het. Het ligt niet zonder meer voor de hand dat financiële instellingen het voordeel dat de Collateral Richtlijn hun oplevert, ook doorgeven aan kleine en middelgrote ondernemingen. In vergelijkbare gevallen is dit ook niet gebeurd. Zo heeft de mogelijkheid om onbeperkt en tegen een laag rentepercentage geld te lenen bij de ECB er niet toe geleid dat banken minder terughoudend zijn geworden in het verstrekken van krediet aan het midden- en kleinbedrijf.²⁶

Er zijn dus goede argumenten aan te dragen voor het standpunt dat de Collateral Richtlijn beperkt kan blijven tot financiële zekerheidsarrangementen tussen financiële instellingen en grote ondernemingen. De meeste lidstaten hebben echter, vanwege de eerder genoemde vrees dat financiële marktpartijen weg zouden trekken, ervoor gekozen om geen gebruik te maken van de opt-outmogelijkheid.²⁷ De keuzes die de Belgische, Duitse, Nederlandse en Engelse wetgever hebben gemaakt, komen in § 4.3.2 aan bod.

25 Keijser 2004, § 7. Ook Verstijlen spreekt van een ‘aanzienlijke verzwakking (...) van de positie van de zekerheidsgever en diens overige schuldeisers’, zie Verstijlen 2007, p. 1115.

26 Zie daarover bijvoorbeeld DNB, ‘Jaarverslag 2013’, p. 32 e.v.

27 Zie voetnoot 21 (hoofdstuk 4).

Afgezien van de vraag wat de personele reikwijdte van de Collateral Richtlijn zou moeten zijn, roept art. 2 lid 1 sub a tot en met d Collateral Richtlijn ten slotte zelf enige vragen op, in het bijzonder wat betreft de categorie ‘financiële instellingen die onder financieel toezicht staan’. Art. 1 lid 2 sub c Collateral Richtlijn geeft zes voorbeelden van financiële instellingen die onder deze categorie vallen. De eerste vraag is of financiële instellingen die weliswaar onder financieel toezicht staan, maar hier niet genoemd worden, óók onder die categorie vallen. Daarbij kan gedacht worden aan (beheerders van) alternatieve beleggingsinstellingen (AIF’s). Zij staan onder toezicht sinds de implementatie van de AIFM-richtlijn. Ook kan gedacht worden aan pensioenfondsen.²⁸ Naar mijn mening moet die vraag bevestigend beantwoord worden omdat uit de woorden ‘met inbegrip van’ blijkt dat de in sub c gegeven opsomming een enuntiatieve (en dus geen limitatieve) opsomming is. Ook financiële instellingen die onder toezicht staan, maar niet in art. 2 lid 1 sub c Collateral Richtlijn worden genoemd, kunnen dus onder die categorie vallen. De tweede vraag is of onder een ‘financiële instelling onder financieel toezicht’ ook begrepen moet worden een entiteit waaraan een vrijstelling of een ontheffing is verleend. Deze vraag moet waarschijnlijk ontkennend beantwoord worden,²⁹ omdat in dat geval de instelling niet of slechts beperkt onder toezicht staat.

4.3.1.5 VOORWAARDE (IV): ‘BEZIT OF CONTROLE’ DOOR DE ZEKERHEIDSNEMER

Art. 1 lid 5, eerste alinea Collateral Richtlijn bepaalt dat financiële activa als zekerheid dienen te worden ‘verschafft’. Aan het begrip ‘verschaffen’ komt in de context van de Collateral Richtlijn een specifieke betekenis toe. In art. 2 lid 2, eerste zin Collateral Richtlijn wordt gedefinieerd wat onder ‘verschaffen’ verstaan moet worden:

‘Verwijzingen in deze richtlijn naar het ‘verschaffen’ of de ‘verschaffing’ als zekerheid van financiële activa hebben betrekking op een situatie waarin de als zekerheid verschaft financiële activa daadwerkelijk worden geleverd, overgedragen, gehouden, ingeschreven in een register of anderszijds³⁰ gekwalificeerd, zodat zij in het bezit of onder de controle komen van de zekerheidsnemer of een persoon die namens de zekerheidsnemer optreedt.’

‘Verschaffen’ houdt dus in dat de financiële activa in het bezit of onder de controle van de zekerheidsnemer zijn gebracht (hierna ook: ‘controlevereiste’).³¹ Over de vraag wanneer er sprake is van ‘bezit of controle’ door de zekerheidsnemer, bestaat discussie. Het controlevereiste komt uitvoerig aan bod in hoofdstuk 6.

²⁸ Zie daarover Keijser 2006, p. 50-51.

²⁹ Aldus bijvoorbeeld Rank (T&C Burgerlijk Wetboek) 2013, art. 7:52 BW, aant. 2.

³⁰ Bedoeld zal zijn: anderszins (vgl. de Engelse tekst: *otherwise*).

³¹ Wat betreft de ‘verschaffing’ van kredietvorderingen bepaalt de richtlijn dat de lidstaten ervoor kunnen opteren dat het opmaken en indienen van een lijst bij de zekerheidsnemer met in zekerheid gegeven kredietvorderingen volstaat (art. 1 lid 5, tweede alinea en derde alinea Collateral Richtlijn).

4.3.1.6 VOORWAARDE (V): BEPAALBAARHEIDS- EN SCHRIFTELIJKHEIDSVEREISTE

Zowel het bepaalbaarheidsvereiste als het schriftelijkheidsvereiste is neergelegd in art. 1 lid 5 Collateral Richtlijn. De tweede alinea van dat artikel eist dat ‘de betrokken als zekerheid verschaftte financiële activa kunnen worden geïdentificeerd’. Aan dit vereiste is voldaan wanneer aangetoond kan worden ‘dat activa in de vorm van giraal overdraagbare effecten zijn gecrediteerd of als krediet op de betrokken rekening zijn bijgeschreven en dat de activa in de vorm van contanten zijn gecrediteerd of als creditsaldo op een betrokken rekening zijn bijgeschreven’.³² Aan het bepaalbaarheidsvereiste is dus voldaan wanneer de rekening wordt gespecificeerd waarop de financiële activa zijn gecrediteerd of bijgeschreven.

De Collateral Richtlijn schrijft voor dat de ‘verschaffing’ zoals hierboven gedefinieerd, met schriftelijke bewijsstukken dient te kunnen worden aangetoond.³³ Op grond van art. 2 lid 3 Collateral Richtlijn wordt onder ‘schriftelijk’ mede begrepen registratie in elektronische vorm en enig ander duurzaam medium. Ten slotte moet ook de financiëlezekerheidsovereenkomst ‘met schriftelijke stukken of op juridisch gelijkwaardige wijze kunnen worden aangetoond’.³⁴ Dit houdt in dat de financiëlezekerheidsovereenkomst door middel van een schriftelijk stuk, e-mail, een opgenomen telefoongesprek, etc. moet kunnen worden bewezen.³⁵

4.3.1.7 CONCLUSIE

Kort samengevat gelden voor toepasselijkheid van de richtlijn de volgende vijf vereisten: (i) goederen worden overgedragen tot zekerheid of daarop wordt een beperkt zekerheidsrecht gevestigd, (ii) de goederen bestaan uit financiële activa, (iii) ten minste de zekerheidsgever of de zekerheidsnemer is een financiële instelling, terwijl zijn wederpartij, kort gezegd, geen consument is, (iv) er is sprake van ‘bezit of controle’ van de financiële activa door de zekerheidsnemer en (v) er is voldaan aan het bepaalbaarheidsvereiste en het schriftelijkheidsvereiste.

Het verdient te worden benadrukt dat het voor toepassing van de Collateral Richtlijn (althans de relevante implementatiewetgeving) noodzakelijk én voldoende is dat aan de bovengenoemde vereisten is voldaan. Hoewel uit hoofdstuk 3 naar voren kwam dat de Collateral Richtlijn in het bijzonder erop gericht is het hoofd te bieden aan de problemen rondom het stellen van zekerheid in een grensoverschrijdende context, vereist de Collateral Richtlijn niet dat er sprake is

32 Voor de ‘identificatie’ van als zekerheid verschaftte kredietvorderingen volstaat de opname in een lijst van vorderingen welke schriftelijk of op juridisch gelijkwaardige wijze bij de zekerheidsnemer wordt ingediend (art. 1 lid 5, tweede alinea en derde alinea Collateral Richtlijn).

33 Art. 1 lid 5, eerste alinea Collateral Richtlijn.

34 Art. 1 lid 5, vierde alinea Collateral Richtlijn.

35 Zie ‘Gemeenschappelijk standpunt door de Raad vastgesteld op 5 maart 2002 met het oog op de aanneming van de richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende financiëlezekerheidsovereenkomsten. Motivering van de Raad’, 6 maart 2002, nr. 5530/3/02 REV 3 ADD 1, p. 6.

van een *grensoverschrijdend* financieelzekerheidsarrangement.³⁶ De Collateral Richtlijn is dus óók van toepassing wanneer bijvoorbeeld een Nederlandse onderneming giraal geld dat wordt aangehouden bij een Nederlandse bank verpandt aan die bank of een andere Nederlandse bank. Daarnaast kan gedacht worden dat vereist is dat het financieelzekerheidsarrangement is aangegaan tussen twee financiële marktpartijen, zoals een bank en een verzekeraar, omdat de in hoofdstuk 2 besproken financiële zekerheidsarrangementen alle betrekking hadden op het in zekerheid geven van financiële activa door en aan financiële marktpartijen. Dat is echter evenmin het geval. De Collateral Richtlijn is in beginsel van toepassing wanneer de zekerheidsgever of de zekerheidsnemer een financiële instelling is en zijn wederpartij geen consument. De reikwijdte van de Collateral Richtlijn had mijns inziens beperkt kunnen blijven tot financiële zekerheidsarrangementen met een grote, professionele onderneming (zoals voorzien in het oorspronkelijke ontwerp van de Collateral Richtlijn). De uitbreiding van de Collateral Richtlijn tot kleine en middelgrote ondernemingen is enerzijds niet noodzakelijk om de doelstellingen van de richtlijn te behalen en anderzijds levert zij kleine en middelgrote ondernemingen waarschijnlijk geen voordeel op.

4.3.2 *Implementatie van de derde toepassingsvoorwaarde: het personele toepassingsbereik*

4.3.2.1 INLEIDING

Deze paragraaf is beperkt tot een beschrijving van de implementatie van de derde voorwaarde voor toepasselijkheid van de Collateral Richtlijn: de categorieën waartoe de zekerheidsgever en de zekerheidsnemer moeten behoren. Voor de begrippen ‘zekerheid’ en ‘financiële activa’ wordt verwezen naar hoofdstuk 2. Het bepaalbaarheids- en schriftelijkheidsvereiste hangen samen met het verbod op formaliteiten en komen daarom in hoofdstuk 5 aan bod. Het controlevereiste wordt afzonderlijk besproken in hoofdstuk 6.

In § 4.3.1.4 kwam aan bod dat art. 1 lid 2 Collateral Richtlijn wat betreft de hoedanigheid van partijen – de derde toepassingsvoorwaarde – een standaardregeling geeft. Hiervan kan afgeweken worden door gebruik te maken van de opt-outmogelijkheid. De Collateral Richtlijn geeft daarentegen niet uitdrukkelijk de mogelijkheid om het toepassingsbereik *uit te breiden*. Enige lidstaten, waaronder België en het Verenigd Koninkrijk, hebben dit wel gedaan. Dit doet de vraag rijzen of uitbreiding van de reikwijdte in deze zin is toegelaten. Dit punt komt in § 4.3.2.6 aan de orde. Eerst wordt ingegaan op de implementatie van de derde toepassingsvoorwaarde in België, Duitsland, Nederland en Engeland.

³⁶ Zie ‘Proposed Directive on financial collateral arrangements - frequently asked questions’, 30 maart 2001, MEMO/01/108, p. 4: ‘Would this proposal only apply to collateral used in a cross-border context? No, even though the problems are due mainly to the patchwork of different legislation in the Member States, the aim of the proposed Directive is to create an integrated financial market for collateral in the EU. The Directive therefore has to apply to a collateral arrangement whenever it is subject to the laws of an EU Member State.’

4.3.2.2 BELGISCH RECHT

De Belgische implementatiewetgeving kent het ruimste toepassingsgebied van de in dit onderzoek onderzochte jurisdicties: de WFZ heeft wat betreft de partijen bij een financieelzekerheidsarrangement een nagenoeg onbeperkt toepassingsgebied. Als reden voor deze uitbreiding geeft de Belgische wetgever de ‘positieve gevolgen voor economische groei en tewerkstelling’.³⁷ De enige beperking is opgenomen in art. 12, § 4 WFZ: de regeling betreffende eigendomsoverdracht ten titel van zekerheid zoals opgenomen in art. 12 is niet van toepassing op ‘de overeenkomsten die zijn gesloten tussen of met natuurlijke personen’. Evenwel valt onder een ‘eigendomsoverdracht ten titel van zekerheid’ niet een ‘cessie-retrocessieovereenkomst’ (*repurchase agreement*) (die afzonderlijk in art. 13 WFZ is geregeld), zodat daarvoor niet de bovengenoemde beperking geldt.

De beperking van art. 12 WFZ is in de Belgische literatuur algemeen bekritiseerd. Volgens Sagaert en Seeldrayers is het lastig in te zien waarom de redenen die de Belgische wetgever noemt ter rechtvaardiging van uitbreiding van het toepassingsbereik van de Collateral Richtlijn tot natuurlijke personen niet gelden voor de zekerheidsoverdracht.³⁸ Volgens Peeters en Christiaens valt moeilijk te verklaren dat voor *repurchase agreements*, die in wezen ook neerkomen op een zekerheidsoverdracht en zelfs meer gecompliceerd zijn dan een zekerheidsoverdracht, natuurlijke personen niet zijn uitgesloten.³⁹ Het Grondwettelijk Hof kan naar aanleiding van een prejudiciële vraag toetsen of de uitzondering voor natuurlijke personen in strijd is met het gelijkheids- en non-discriminatiebeginsel.⁴⁰ De kritiek in de literatuur op art. 12 WFZ heeft daarom een groot praktisch belang.

4.3.2.3 DUIJS RECHT

Het Duitse *Bundesministerium der Justiz* stelde in een *Diskussionsentwurf* in eerste instantie voor om van de mogelijkheid tot beperking van de Collateral Richtlijn tot twee financiële instellingen gebruik te maken. Het Ministerie van Justitie vreesde dat anders de bepalingen van de implementatiewetgeving van toepassing zouden zijn op talrijke zakelijke bank-cliënt-relaties waarmee de financiële sector ten opzichte van andere schuldeisers een zekere bevoorrechte

37 Parl. St. Kamer, 2004-2005, nr. 1407/001, p. 10. De redenering hierachter is de volgende: ‘Financiële zekerheden vormen een absoluut noodzakelijke voorwaarde voor het sluiten van (1) kredietovereenkomsten en (2) derivatenovereenkomsten. Via kredietovereenkomsten verwerven ondernemingen externe werkmiddelen. Via derivatenovereenkomsten dekken ondernemingen markt-, krediet-, deviezen- en andere risico's af: stijging van rentevoeten, daling van USD, verhoging van grondstoffenprijs, etc.... Beide zijn essentieel voor het functioneren van industriële en commerciële ondernemingen. Een adequate zekerheidswetgeving verschaft ondernemingen een toegang tot dergelijke overeenkomsten, en dit tegen een lagere prijs. Dit heeft positieve gevolgen voor economische groei en tewerkstelling.’

38 Sagaert & Seeldrayers 2006, nr. 14.

39 Peeters & Christiaens 2006, nr. 31 voetnoot 54.

40 Het Belgische Grondwettelijk Hof heeft eerder op grond van het gelijkheidsbeginsel de artikelen in de WFZ inzake netting (art. 14 en 15 WFZ) nietig verklaard voor zover zij van toepassing zijn op natuurlijke personen die geen kooplieden zijn in de zin van art. 1 Wetboek van Koophandel, zie Grondwettelijk Hof 27 november 2008, nr. 167/2008, *NjW* 2008, 925.

positie zou worden toegekend.⁴¹ In het wetsvoorstel is van deze beperking afgezien, in het bijzonder omdat:

*‘die ganz überwiegende Zahl der anderen Mitgliedstaaten ebenfalls die genannten Unternehmen mit in den Anwendungsbereich einbeziehen und dadurch deutsche Finanzdienstleister, aber auch die um Kredit nachsuchenden Unternehmen Wettbewerbsnachteile im Binnenmarkt hätten hinnehmen müssen.’*⁴²

De Duitse wetgever heeft uiteindelijk gekozen voor een toepassingsbereik dat in beginsel overeenkomt met art. 1 lid 2 Collateral Richtlijn. Op één punt wijkt de Duitse implementatiewetgeving echter af van de in de richtlijn gegeven standaard: wanneer de zekerheidsgever een onderneming is (zoals genoemd art. 1 lid 2 onder e Collateral Richtlijn), is de Duitse implementatiewetgeving alleen van toepassing wanneer financiële activa in zekerheid worden gegeven voor verplichtingen voortvloeiend uit (i) overeenkomsten met betrekking tot de verkrijging en vervreemding van effecten, (ii) *repurchase agreements*, *securities lending agreements* en vergelijkbare overeenkomsten of (iii) een lening ter financiering van de verkrijging van effecten (§ 1 lid 17 KWG). Daarmee wordt een gedeelte van de ‘zakelijke bank-cliënt-relaties’ (bijvoorbeeld de verpanding van giraal geld dat wordt aangehouden bij een bank door een onderneming aan die (of een andere) bank) buiten het toepassingsbereik van de Duitse implementatiewetgeving gehouden. De bovengenoemde beperking lijkt alleen te gelden wanneer de zekerheidsgever een in art. 1 lid 2 sub e Collateral Richtlijn genoemde partij is.⁴³ Bij een *Finanzsicherheit* tussen twee financiële instellingen kan dus iedere verplichting worden geseceerd.

4.3.2.4 NEDERLANDS RECHT

Het personele toepassingsbereik was een van de belangrijkste strijdpunten bij de implementatie van de Collateral Richtlijn in het Nederlandse recht.⁴⁴ In het oorspronkelijke Nederlandse wetsvoorstel ter implementatie van de Collateral Richtlijn werd voorgesteld de implementatiewetgeving van toepassing te laten zijn op financiëlezekerheidsarrangementen tussen ondernemingen (ongeacht of een van beide een financiële instelling is). De Eerste Kamer verwierp dit voorstel (met algemene stemmen) omdat zij niet overtuigd was van de wijze waarop deze uitbreiding van de reikwijdte zou bijdragen aan het monetair beleid of aan de efficiëntie van de Europese markten.⁴⁵ De Nederlandse regering werd daardoor

41 BT-Drucks 15/1853, p. 12. De wetgever verwijst hier naar de ‘versoepeling’ die de Collateral Richtlijn doorvoert in het Duitse insolventierecht ten behoeve van de zekerheidsnemer.

42 BT-Drucks 15/1853, p. 12.

43 Schlaegel 2008, p. 107-108.

44 Dit heeft ertoe geleid dat de deadline voor implementatie van de Collateral Richtlijn niet is gehaald. De Nederlandse implementatiewetgeving is op 20 januari 2006 in werking getreden, terwijl de Collateral Richtlijn uiterlijk 27 december 2003 omgezet had moeten zijn.

45 Zie bijvoorbeeld *Kamerstukken I* 2004/05 (1 maart 2005), 17, p. 750. Mijns inziens kunnen tevens vraagtekens worden geplaatst bij de vraag in hoeverre financiëlezekerheidsarrangementen tussen een financiële instelling en een kleine of middelgrote onderneming kunnen bijdragen aan het monetair beleid of aan de efficiëntie van de Europese markten in Europa en het tegengaan van systeemrisico’s, vgl. § 4.3.1.4 hierboven.

gedwongen een nieuw wetsvoorstel in te dienen dat een beperktere reikwijdte kende.

Volgens het nieuwe wetsvoorstel, dat óók door de Eerste Kamer is aangenomen en op 20 januari 2006 in werking is getreden, zijn de regels inzake financiële-zekerheidsovereenkomsten van toepassing wanneer in ieder geval één partij een financiële instelling is zoals omschreven in art. 7:52 lid 1 BW, terwijl zijn wederpartij geen consument is (art. 7:52 lid 2 BW). In Nederland is dus geen gebruik gemaakt van de in art. 1 lid 3 Collateral Richtlijn geboden opt-out mogelijkheid. Ook natuurlijke personen die handelen in de uitoefening van beroep of bedrijf en kleine en middelgrote ondernemingen met rechtspersoonlijkheid kunnen een financieelzekerheidsarrangement aangaan onder de voorwaarde dat de wederpartij een financiële instelling als genoemd in art. 7:52 lid 1 BW is. Hiermee wordt beoogd een ongelijke concurrentiepositie te voorkomen. Volgens de Minister kunnen namelijk ook kleine, niet-financiële ondernemingen behoefte hebben aan financiëlezekerheidsovereenkomsten zoals derivatenovereenkomsten, bijvoorbeeld om valutarisico's af te dekken.⁴⁶

4.3.2.5 ENGELS RECHT

In het Engelse recht is de Collateral Richtlijn omgezet door de FCAR. Uit reg 3 FCAR, meer specifiek uit de daarin opgenomen definitie van *title transfer financial collateral arrangement* en *security financial collateral arrangement*, blijkt dat de FCAR van toepassing zijn wanneer zowel de zekerheidsgever als de zekerheidsnemer een onderneming is.⁴⁷ De FCAR hebben daarmee een ruimer toepassingsbereik dan de Collateral Richtlijn. Look Chan Ho wijst erop dat door het inschakelen van een *corporate trustee* de facto ook natuurlijke personen binnen het bereik van de FCAR kunnen worden gebracht en aldus de beperking van de FCAR tot ondernemingen omzeild kan worden.⁴⁸ De uitbreiding van het toepassingsbereik tot financiëlezekerheidsarrangementen tussen twee niet-financiële ondernemingen heeft, anders dan in Nederland en Duitsland, nauwelijks weerstand ondervonden in de Engelse literatuur.⁴⁹

4.3.2.6 UITBREIDING VAN HET PERSONELE TOEPASSINGSBEREIK MOGELIJK?

De Collateral Richtlijn staat uitdrukkelijk toe dat de werkingsomvang van de richtlijn wordt beperkt tot financiëlezekerheidsarrangementen tussen financiële instellingen, maar geeft niet aan of lidstaten het toepassingsbereik ook kunnen uitbreiden tot niet in de richtlijn aangegeven partijen. Sommige lidstaten, waaronder België en Engeland, hebben gekozen voor uitbreiding van het

⁴⁶ Kamerstukken I 2004/05, 30 138, nr. 3, p. 15-16.

⁴⁷ De FCAR spreken over een niet-natuurlijke persoon (*non-natural person*). Dit wordt in reg 3 FCAR als volgt gedefinieerd: 'any corporate body, unincorporated firm, partnership or body with legal personality except an individual, including any such entity constituted under the law of a country or territory outside the United Kingdom or any such entity constituted under international law'.

⁴⁸ Look Chan Ho 2011, p. 151-152.

⁴⁹ Zie evenwel het pleidooi van Gullifer 2012, zoals besproken in § 4.3.1.4.

personele toepassingsbereik van de Collateral Richtlijn.⁵⁰ Dit doet de vraag rijzen of de Collateral Richtlijn toelaat dat het personele toepassingsbereik van de richtlijn op die wijze wordt uitgebreid.

Anders dan wel is betoogd,⁵¹ gaat het hier niet om de vraag of er sprake is van minimum- of maximumharmonisatie. De nationale wetgever treedt hier namelijk regelgevend op op een terrein dat buiten de Collateral Richtlijn valt.⁵² Uitbreiding van het toepassingsgebied tot financiëlezekerheidsarrangementen tussen twee niet in de richtlijn aangegeven partijen, zoals financiëlezekerheidsarrangementen tussen twee ondernemingen (zoals bedoeld in art. 1 lid 2 sub e Collateral Richtlijn), is dus toegestaan. Overigens is de vraag of er sprake is van minimum- of maximumharmonisatie wel relevant voor de vraag of het controlevereiste buiten toepassing kan worden gelaten. Dit is gebeurd in België. Beantwoording van deze vraag komt aan bod bij de bespreking van de implementatie van het controlevereiste in het Belgische recht.⁵³

Nadere beschouwing verdient ten slotte de vraag of de Collateral Richtlijn het ook toelaat dat de richtlijn wordt uitgebreid tot financiëlezekerheidsarrangementen tussen of met consumenten, omdat de richtlijn zelf uitdrukkelijk financiëlezekerheidsarrangementen tussen financiële instellingen en consumenten van de reikwijdte van de richtlijn uitsluit. Mijns inziens staat de richtlijn evenmin aan uitbreiding in deze zin in de weg. Ook hier geldt het uitgangspunt dat de Collateral Richtlijn op dit punt geen regeling treft, zodat het de lidstaten vrijstaat de bepalingen van de Collateral Richtlijn van toepassing te laten zijn op financiëlezekerheidsarrangementen met of tussen consumenten. Daarbij komt dat in de toelichtende stukken ook geen principiële redenen worden gegeven om consumenten van het toepassingsbereik van de richtlijn uit te sluiten. Het lijkt er eerder op dat er geen noodzaak bestond om ook financiëlezekerheidsarrangementen tussen of met natuurlijke personen onder de Collateral Richtlijn te laten vallen om de met de Collateral Richtlijn beoogde doelstellingen te behalen.⁵⁴ De conclusie moet dus zijn dat het de lidstaten vrijstaat om de werkingsomvang van de Collateral Richtlijn uit te breiden tot financiëlezekerheidsarrangementen tussen twee ondernemingen (zoals bedoeld in art. 1 lid 2 sub e Collateral Richtlijn) én financiëlezekerheidsarrangementen tussen of met consumenten.

4.3.2.7 CONCLUSIE

Het personele toepassingsbereik van de Collateral Richtlijn in de vier in dit onderzoek betrokken jurisdicties verschilt aanzienlijk. Dit komt enerzijds door

⁵⁰ Zie § 4.3.2.2 en 4.3.2.5 hierboven.

⁵¹ Zie Van Erp 2004, p. 968-969.

⁵² Vgl. Keus 2010, p. 43 en Meulman 2005, § 2. Meulman is eveneens van mening dat het niet gaat om de vraag of er sprake is van minimum- of maximumharmonisatie, maar om het vaststellen van de reikwijdte van de richtlijn. Zie tevens de reactie op het artikel Meulman van Van Erp (Van Erp 2005, p. 252-256), waarin hij dit niet langer weerspreekt.

⁵³ Zie § 6.3.1.

⁵⁴ Zie voor de doelstellingen van de Collateral Richtlijn § 3.3.3 hierboven. Zie tevens § 4.3.1.4, waarin aan de orde kwam dat een dergelijke uitbreiding niet noodzakelijk is om de doelstellingen van de Collateral Richtlijn – in het bijzonder het tegengaan van systeemrisico's – te bereiken.

de in de Collateral Richtlijn opgenomen opt-outmogelijkheid, waarvan Duitsland gedeeltelijk gebruik heeft gemaakt, en anderzijds doordat Engeland en België een stap verder zijn gegaan dan de Collateral Richtlijn vereist. Het gevolg van het verschillende personele toepassingsbereik is dat bepaalde financiële zekerheidsarrangementen waarop de Belgische of Engelse implementatiewetgeving wel van toepassing is, niet onder de reikwijdte van de Duitse of Nederlandse implementatiewetgeving vallen. Gezien het feit dat het in zekerheid geven van girale activa veelvuldig plaatsvindt in een grensoverschrijdende context, betekent dit dat ook na implementatie van de Collateral Richtlijn *‘further due diligence’* noodzakelijk is *‘to determine if, or under which conditions, such transaction would profit from the new regime’*.⁵⁵

4.4 Het begrip ‘financiële zekerheidsovereenkomst’

4.4.1 *Het begrip ‘financiële zekerheidsovereenkomst’ in het Belgische, Duitse en Nederlandse recht*

In (de Nederlandse tekst van) de Collateral Richtlijn staat het begrip ‘financiële zekerheidsovereenkomst’ centraal.⁵⁶ De Collateral Richtlijn bevat geen definitie van dit begrip, maar art. 2 lid 1 sub a maakt een onderscheid tussen twee soorten ‘financiële zekerheidsovereenkomsten’: de ‘financiële zekerheidsovereenkomst die leidt tot overdracht’ en de ‘financiële zekerheidsovereenkomst tot vestiging van een zakelijk zekerheidsrecht’ en geeft van beide vervolgens een omschrijving. De financiële zekerheidsovereenkomst tot overdracht wordt in art. 2 lid 1 sub b Collateral Richtlijn omschreven als:

‘een overeenkomst, inclusief retrocessieovereenkomsten, op grond waarvan een zekerheidsverschaffer de volledige eigendom van of de volledige gerechtigdheid tot als zekerheid verschaft financiële activa overdraagt aan een zekerheidsnemer teneinde de nakoming van de betrokken financiële verplichtingen te waarborgen of anderszins af te dekken.’

In art. 2 lid 1 sub c Collateral Richtlijn wordt de financiële zekerheidsovereenkomst tot vestiging van een beperkt zekerheidsrecht als volgt gedefinieerd:

‘een overeenkomst op grond waarvan een zekerheidsverschaffer financiële activa als zekerheid verschaft tot vestiging van een zakelijk zekerheidsrecht ten gunste van of aan een zekerheidsnemer, en waarbij de zekerheidsverschaffer volledig of gekwalificeerd eigenaar blijft van of ten volle gerechtigd blijft tot de als zekerheid verschaft financiële activa wanneer het zakelijk zekerheidsrecht wordt gevestigd.’

Bij de implementatie van de Collateral Richtlijn in het Nederlandse recht zijn de hierboven geciteerde definities van het begrip financiële zekerheidsovereenkomst tot uitgangspunt genomen en vrijwel letterlijk overgenomen in titel 7.2 BW. Art. 7:51 sub a BW bepaalt dat een financiële zekerheidsovereenkomst een

⁵⁵ Löber & Klima 2006, p. 208.

⁵⁶ Het begrip financiële zekerheidsovereenkomst komt tweeënveertig keer voor in de Collateral Richtlijn.

financiële zekerheidsovereenkomst tot overdracht of een financiële zekerheidsovereenkomst tot vestiging van een pandrecht is. Een financiële zekerheidsovereenkomst tot overdracht wordt vervolgens gedefinieerd als een overeenkomst op grond waarvan financiële activa worden overgedragen als waarborg voor een verplichting (art. 7:51 sub b BW) en een financiële zekerheidsovereenkomst tot vestiging van een pandrecht als een overeenkomst op grond waarvan een pandrecht wordt verschaft op deze goederen (art. 7:51 sub c BW).

De Nederlandse wetgever beschouwt de financiële zekerheidsovereenkomst als de obligatoire overeenkomst die verplicht tot overdracht tot zekerheid van of vestiging van een beperkt zekerheidsrecht op girale activa. Daarom heeft hij de Collateral Richtlijn een plaats gegeven in het gedeelte van het Burgerlijk Wetboek dat handelt over bijzondere overeenkomsten: Boek 7 BW. De keuze voor implementatie van de Collateral Richtlijn in Boek 7 BW wordt in de Memorie van Toelichting als volgt toegelicht:

‘Voor zover het gaat om financiële zekerheidsovereenkomsten tot overdracht gaat het feitelijk om combinaties van bekende obligatoire overeenkomsten als koop, ruil en verbruikleen. Het ligt om die reden voor de hand de regeling na de regeling in Boek 7 betreffende koop en ruil te plaatsen. Daaraan doet niet af dat het wetsvoorstel mede financiële zekerheidsovereenkomsten tot de vestiging van een pandrecht omvat. Ook hier gaat het in beginsel om obligatoire overeenkomsten, die tot vestiging van een pandrecht verplichten.’⁵⁷

Mijns inziens is de implementatie van de Collateral Richtlijn in Boek 7 BW – het verbintenissenrecht – onjuist. De reden daarvoor is dat Collateral Richtlijn over materie handelt die (vanuit het perspectief van het Nederlandse recht) tot het domein van het *goederenrecht* behoort. De Collateral Richtlijn bevat immers regels inzake de overdracht tot zekerheid van girale activa en regels met betrekking tot de wijze waarop beperkte zekerheidsrechten op girale activa gevestigd en uitgewonnen kunnen worden en wat de inhoud van beperkte zekerheidsrechten is. De systematisch meest voor de hand liggende plaats om de Collateral Richtlijn te implementeren is zo gezien Boek 3 BW, preciezer titel 3.4 en 3.9 BW, waarin de overdracht resp. de vestiging, inhoud en uitwinning van het pandrecht worden behandeld.⁵⁸

In de literatuur is erop gewezen dat implementatie in Boek 7 BW voor de hand lag gezien het feit dat de Nederlandse tekst van de Collateral Richtlijn aanknoopt bij de financiële zekerheidsovereenkomst.⁵⁹ Het argument lijkt te zijn dat de Nederlandse wetgever geen andere keuze had dan implementatie van de Collateral Richtlijn in het verbintenissenrecht omdat de richtlijn een *overeenkomst* centraal stelt. Daartegen zou ik het volgende willen inbrengen.

⁵⁷ *Kamerstukken II* 2004/05, 30 138, nr. 3, p. 2. Zie tevens *Kamerstukken I* 2004/05, 28 874, nr. E, p. 5-6.

⁵⁸ Dit is eveneens door een aantal Nederlandse auteurs bepleit, zoals Snijders 2005, p. 91 en Struycken 2007, p. 508, voetnoot 95. Vgl. Wibier 2006, § 4.

⁵⁹ Zie bijvoorbeeld Verstijlen 2005, p. 69. Volgens Keijser & Keijser 2008, p. 7 ‘zit [er] onmiskenbaar een zekere logica in om een bijzondere overeenkomst *als deze* onder te brengen in Boek 7, waarin ook andere bijzondere overeenkomsten plaats hebben gevonden’ [cursivering JD].

Ten eerste had de Nederlandse wetgever naar mijn mening het begrip financiële zekerheidsovereenkomst niet tot uitgangspunt van de implementatiewetgeving hoeven nemen. De wetgever had er ook voor kunnen kiezen in titel 3.4 en 3.9 BW enige bijzondere bepalingen in te voeren inzake de overdracht tot zekerheid van girale activa⁶⁰ resp. de vestiging, uitwinning en inhoud van een pandrecht op girale activa. Ook daarmee zou de Nederlandse wetgever kunnen hebben voldaan aan de verplichtingen die uit de Collateral Richtlijn voortvloeien. In dat verband kan gewezen worden op de Duitse tekst van de richtlijn. In de Duitse tekst (en in het verlengde daarvan: de Duitse implementatiewetgeving⁶¹) wordt, anders dan in de Nederlandse tekst, niet het woord ‘*Vertrag*’ (overeenkomst) gebruikt, maar uitsluitend de term *Finanzsicherheit* gehanteerd. *Finanzsicherheiten* worden in art. 2 lid 1 sub a Collateral Richtlijn als volgt omschreven:

‘Finanzsicherheit ist eine Sicherheit, die in Form der Vollrechtsübertragung oder in Form eines beschränkten dinglichen Sicherungsrechts bestellt wird; hierbei ist unerheblich, ob diese Geschäfte einem Rahmenvertrag oder allgemeinen Geschäftsbedingungen unterliegen oder nicht.’

Vervolgens wordt de *Finanzsicherheit in Form der Vollrechtsübertragung* omschreven als ‘*die vollständige Übereignung bzw. Zession eines Finanzaktivums oder die Übertragung aller Rechte daran zum Zwecke der Besicherung oder anderweitigen Deckung von Verbindlichkeiten; hierzu gehören auch Wertpapierpensionsgeschäfte*’ en de *Finanzsicherheit in Form eines beschränkten dinglichen Rechts* als ‘*ein Sicherungsrecht an einem Finanzaktivum durch einen Sicherungsgeber, wobei das volle oder bedingte/beschränkte Eigentum oder die Inhaberschaft an der Sicherheit zum Zeitpunkt der Bestellung beim Sicherungsgeber verbleibt*’.⁶² Een *Finanzsicherheit* kan dus kortweg omschreven worden als de overdracht tot zekerheid of (de vestiging van) het beperkte zekerheidsrecht. De Duitse wetgever heeft er mijns inziens terecht voor gekozen om de Collateral Richtlijn te implementeren door aanpassing van de relevante goederenrechtelijke bepalingen in het BGB.⁶³ De Nederlandse wetgever had voor een vergelijkbare benadering kunnen kiezen door een met *Finanzsicherheit* vergelijkbaar begrip te hanteren, zoals ‘financiële zekerheden’ of ‘financiële zekerheidsarrangementen’ en daarover in Boek 3 enige bijzondere bepalingen op te nemen.

De reden waarom in de Nederlandse tekst van de Collateral Richtlijn het begrip financiële zekerheidsovereenkomst wordt gebruikt, zou verklaard kunnen worden door het feit dat de Nederlandse tekst van de richtlijn gemaakt is door een

⁶⁰ Zie § 8.6.3.1 voor de vraag of het noodzakelijk was om art. 6 Collateral Richtlijn in het Nederlandse recht om te zetten of dat het Nederlandse recht reeds vóór implementatie voldeed aan hetgeen art. 6 Collateral Richtlijn vereist.

⁶¹ Zie § 1 lid 17 KWG, dat (verkort weergegeven) luidt: ‘*Finanzsicherheiten im Sinne dieses Gesetzes sind Barguthaben, Geldbeträge, Wertpapiere, Geldmarktinstrumente sowie Kreditforderungen (...), die als Sicherheit in Form eines beschränkten dinglichen Sicherungsrechts oder im Wege der Überweisung oder Vollrechtsübertragung auf Grund einer Vereinbarung zwischen einem Sicherungsnehmer und einem Sicherungsgeber (...) bereitgestellt werden (...).*’

⁶² Art. 2 lid 1 sub b resp. c Collateral Richtlijn.

⁶³ Implementatie heeft geleid tot aanpassing van § 1259 BGB, waarmee de door art. 4 Collateral Richtlijn vereiste opheffing van het toe-eigeningsverbod gerealiseerd is voor financiële zekerheidsarrangementen tot vestiging van een pandrecht. Zie daarover § 4.2.2.

Vlaamse vertaler.⁶⁴ Het begrip ‘financiële zekerheidsovereenkomst’ in de betekenis van de tot zekerheid verplichtende overeenkomst is naar mijn mening passend(er) in de context van het Belgische recht dat uitgaat van een *translatief* stelsel van overdracht. Een translatief stelsel van overdracht houdt in dat de overdracht tot stand komt zodra partijen overeenstemming hebben bereikt over de essentiële bestanddelen van de overeenkomst die aan de eigendomsoverdracht ten grondslag liggen.⁶⁵ Dit geldt mutatis mutandis voor overeenkomsten die een goederenrechtelijk recht tot stand brengen, zoals een pandovereenkomst.⁶⁶ Naar Belgisch recht is de overdracht resp. de vestiging van het pandrecht dus voltooid met het sluiten van de pandovereenkomst resp. het sluiten van de overeenkomst die leidt tot overdracht.⁶⁷ De overdracht of de vestiging van het beperkte zekerheidsrecht komt tot stand met en door het sluiten van de overeenkomst die daartoe verplicht. Vanuit het perspectief van het Belgische recht is het dus niet onlogisch om aan te knopen bij het begrip ‘financiële zekerheidsovereenkomst’ (in de terminologie van de WFZ: ‘zakelijke-zekerheidsovereenkomsten’).⁶⁸ De Belgische wetgever heeft daar ook voor gekozen. Art. 3, 3° WFZ bepaalt dat ‘zakelijke-zekerheidsovereenkomsten’ pandovereenkomsten en overeenkomsten die leiden tot eigendomsoverdracht ten titel van zekerheid, inclusief cessieretrocessieovereenkomsten (‘repo’s’) zijn. Het Nederlandse recht kent, anders dan het Belgische recht, maar evenals het Duitse recht, een traditiestelsel waarbij tevens een leveringshandeling is vereist voor een geldige overdracht van het goed resp. een geldige vestigingshandeling voor verpanding van het goed. Bij een traditiestelsel is het mijns inziens minder voor de hand liggend om wat betreft de implementatie van de Collateral Richtlijn aan te knopen bij de tot zekerheid verplichtende overeenkomst dan in een translatief stelsel van overdracht. De Nederlandse wetgever had daarom beter kunnen (wellicht zelfs moeten) kiezen voor implementatie van de Collateral Richtlijn in Boek 3 BW.

Bovendien is het naar mijn mening wel degelijk mogelijk om het begrip ‘financiële zekerheidsovereenkomst’ op een andere wijze te interpreteren dan de obligatoire overeenkomst die tot zekerheidsstelling verplicht. In dat verband is van belang dat art. 2 lid 1 sub b en c Collateral Richtlijn niet bepalen dat een financiële zekerheidsovereenkomst een overeenkomst is die *verplicht* tot zekerheidsstelling – art. 7:51 sub b en c BW bepalen dit overigens evenmin –, maar inhouden dat een financiële zekerheidsovereenkomst een overeenkomst is *op grond waarvan* girale activa in zekerheid worden gegeven. Die woorden kunnen zo worden gelezen dat het bij de financiële zekerheidsovereenkomst gaat om de *goederenrechtelijke* (rechts)handeling, namelijk het in zekerheid geven van

64 Van Erp 2009, p. 237 plaatst bij het gebruikmaken van Nederlandse teksten van Europese wetgeving de caveat dat de Nederlandse tekst van Europese wetgeving gemaakt kan zijn door een vertaler die geen Nederlandse, maar een Belgische achtergrond heeft.

65 Zie art. 711 BBW. Zie Sagaert 2014a, nr. 920 en 927 over de achtergrond van het translatieve stelsel.

66 Sagaert 2014a, nr. 920.

67 Daarbij moet worden aangetekend dat voor de derdenwerking van het pandrecht het vereiste van buitenbezitstelling geldt, zie daarover § 5.2.1.1. Echter, bij de verpanding van vorderingen (zoals giraal geld) geldt de fictie dat daaraan is voldaan met het sluiten van de overeenkomst en bij de verpanding van effecten geschiedt de buitenbezitstelling door inboeking op een speciale rekening.

68 Zie over de implementatie van de Collateral Richtlijn in België in het algemeen § 4.2.1.

girale activa.⁶⁹ Omdat er sprake is van een meerzijdige rechtshandeling, zou gesproken kunnen worden van een goederenrechtelijke *overeenkomst*. De financiële zekerheidsovereenkomst zou dus ook wat anders kunnen zijn dan de obligatoire overeenkomst die tot zekerheidsstelling verplicht, namelijk een bijzondere goederenrechtelijke overeenkomst inhoudende het in zekerheid geven van girale activa. Een passende aanduiding voor een dergelijke bijzondere goederenrechtelijke overeenkomst zou naar mijn mening het begrip ‘financieelzekerheidsarrangement’ zijn. Ik zou daaraan de voorkeur geven boven het gebruik van het begrip ‘financiële zekerheidsovereenkomst’ omdat bij een overeenkomst vaak – zoals het bovenstaande aantoont – gedacht wordt aan een *obligatoire* overeenkomst, terwijl de ‘financiële zekerheidsovereenkomst’ mijns inziens niet als zodanig beschouwd moet worden. Ook via deze weg zou de Nederlandse wetgever terecht zijn gekomen bij implementatie van de Collateral Richtlijn in Boek 3 BW.

De vraag hoe het begrip ‘financiële zekerheidsovereenkomst’ geïnterpreteerd moet worden in de Nederlandsrechtelijke context, betreft niet een louter theoretische discussie. De kwalificatie van de financiële zekerheidsovereenkomst als de obligatoire overeenkomst die tot zekerheidsstelling verplicht, heeft een aantal onbedoelde neveneffecten. Ik geef hieronder twee voorbeelden.

Het eerste voorbeeld heeft betrekking op de reikwijdte van de Nederlandse implementatiewetgeving. Zoals in § 4.3.1.4 aan de orde kwam, dient ten minste de zekerheidsgever of de zekerheidsnemer een financiële instelling te zijn. Met de zekerheidsgever wordt bedoeld: degene die zekerheid verschaft. Dit kan een ander zijn dan de debiteur van de vordering ter verzekering waarvan het zekerheidsrecht strekt. Dit blijkt uit art. 2 lid 1 sub f Collateral Richtlijn, dat bepaalt dat de verzekerde verplichting geheel of gedeeltelijk kan bestaan uit ‘verplichtingen van een andere persoon dan de zekerheidsverschaffer jegens de zekerheidsnemer’ (derdenzekerheid). Ingevolge art. 1 lid 2 Collateral Richtlijn moet degene die zekerheid verschaft of degene aan wie zekerheid wordt verschaft, kort gezegd, een financiële instelling te zijn. Dit betekent dat – de opt-outmogelijkheid van art. 1 lid 3 Collateral Richtlijn buiten beschouwing latend – het geval waarin een bank (een instelling zoals genoemd in art. 1 lid 2 sub c Collateral Richtlijn) zekerheid geeft in de vorm van financiële activa aan onderneming B ter verzekering van een verplichting van onderneming A jegens onderneming B, onder het toepassingsbereik van de Collateral Richtlijn valt. De zekerheidsgever is in dat geval immers een bank, terwijl de zekerheidsnemer een onderneming is.

Art. 7:52 BW bepaalt dat titel 7.2 BW ‘van toepassing is op financiële zekerheidsovereenkomsten waarbij ten minste een van de partijen [een financiële instelling] is (...)’. De financiële zekerheidsovereenkomst is, zoals hierboven aan de orde kwam, in de visie van de Nederlandse wetgever de obligatoire overeenkomst die tot zekerheidsstelling verplicht. Partijen bij de financiële zekerheids-

⁶⁹ Hoewel dit standpunt niet eerder (expliciet) is verdedigd in de Nederlandse literatuur, lijken enige schrijvers er (impliciet) van uit te gaan dat de financiële zekerheidsovereenkomst niet de tot zekerheid verpflichtende overeenkomst is. Vgl. bijvoorbeeld Snijders 2005, p. 91, die schrijft dat de Collateral Richtlijn ‘twee min of meer nieuwe, zeer ingrijpende goederenrechtelijke rechten introduceert’ en Jansen & Schuijling 2014, p. 482 die de financiële zekerheidsovereenkomst omschrijven als ‘een relatief nieuwe vorm van ‘zakelijke zekerheid’ op effecten en giraal geld’.

overeenkomst zijn in het bovengenoemde voorbeeld onderneming A en onderneming B.⁷⁰ Omdat geen van beide een partij is zoals genoemd in art. 7:52 lid 1 sub a tot en met d BW, is titel 7.2 BW niet van toepassing. In de parlementaire geschiedenis wordt weliswaar opgemerkt dat uit art. 3:231 lid 1, derde zin BW volgt dat de figuur waarbij een derde zekerheid stelt voor de vordering die de schuldeiser op de schuldenaar heeft, naar Nederlands recht mogelijk is en dat de artikelen 7:51, 7:53 en 7:54 BW niet beogen deze figuur uit te sluiten.⁷¹ Echter, door de wijze waarop de Collateral Richtlijn in het Nederlandse recht is geïmplementeerd, kan een geval waarin een derde zekerheid stelt onbedoeld buiten de werkingssfeer van titel 7.2 BW zijn gevallen.

Deze discrepantie tussen de richtlijn en de Nederlandse implementatiewetgeving had de Nederlandse wetgever overigens eenvoudig kunnen ondervangen door een voorbeeld te nemen aan de Belgische implementatiewetgeving. Volgens art. 4, § 1 WFZ is de wet ‘van toepassing op de zakelijke-zekerheidsovereenkomsten’.⁷² Zakelijke-zekerheidsovereenkomsten worden in art. 3, 3° WFZ gedefinieerd als ‘pandovereenkomsten’ en ‘overeenkomsten die leiden tot eigendomsoverdracht ten titel van zekerheid, inclusief cessieretrocessieovereenkomsten’. Onder ‘partijen’ bij een pandovereenkomst worden niet alleen ‘de pandhoudende schuldeiser’ en ‘de pandgevende schuldenaar’ verstaan, maar ook ‘de derde pandhouder’ en ‘de derde pandgever’ begrepen. Door een vergelijkbare bepaling op te nemen in titel 7.2 BW, zou de zekerheidsstelling in het bovengenoemde voorbeeld wel onder het bereik van titel 7.2 BW vallen.

Het tweede voorbeeld houdt verband met (de uitoefening van) het gebruiksrecht. Art. 7:53 lid 1 BW bepaalt dat bij een financiëlezekerheidsovereenkomst tot vestiging van een pandrecht kan worden bedongen dat de beperkt zekerheidsge-rechtigde de verpande goederen kan gebruiken of verkopen en de opbrengst behouden. Volgens het tweede lid brengt de uitoefening van het ‘recht tot gebruik of verkoop’ van rechtswege een verplichting van de zekerheidsnemer mee tot overdracht van gelijkwaardige goederen aan de zekerheidsgever. Wanneer de beperkt zekerheidsge-rechtigde gelijkwaardige goederen overdraagt, verkrijgt de zekerheidsnemer daarop een pandrecht. Dit recht wordt volgens art. 7:53 lid 2 BW geacht te zijn verkregen op het moment dat de financiëlezekerheidsovereenkomst werd gesloten. De Collateral Richtlijn bepaalt echter dat dit pandrecht moet worden geacht te zijn verschaft ‘op hetzelfde tijdstip (...) als de oorspronkelijke als zekerheid verschaftte financiële activa’.⁷³ Het moment van de vestiging van het pandrecht en het sluiten van de financiëlezekerheidsovereenkomst hoeven evenwel niet samen te vallen. Zo ontstaat naar Nederlands recht een pandrecht op effecten (ten behoeve van een ander dan de intermediair) pas wanneer het pandrecht wordt bijgeschreven in de administratie van de instelling waar de effecten worden

70 Ik ga er in dit voorbeeld van uit dat geen driepartijenovereenkomst is gesloten tussen de bank, onderneming A en onderneming B.

71 *Kamerstukken II* 2004/05, 28 874, nr. E, p. 12. Zie ook *Kamerstukken II* 2004/05, 28 874, nr. C, p. 6-7. Zie hierover tevens Keijser & Keijser 2008, p. 27-28 met verdere verwijzingen.

72 Zoals ik hierboven betoogde, sluit de interpretatie van het begrip ‘financiëlezekerheidsovereenkomst’ als de tot zekerheid verplichtende overeenkomst mijns inziens wel aan bij het Belgische vermogensrecht.

73 Art. 5 lid 3 Collateral Richtlijn. Zie over dit punt tevens § 7.7.3.1.

bewaard.⁷⁴ Wanneer de tekst van de wet wordt gevolgd, ontstaat het pandrecht reeds op het moment dat de financiële zekerheidsovereenkomst werd gesloten, terwijl het zou moeten ontstaan op het moment van vestiging van het pandrecht, dat is het moment van de bijschrijving.

4.4.2 *Het begrip 'financiële zekerheidsovereenkomst' in het Engelse recht*

Ten slotte is het interessant om te bezien hoe het Engelse recht als common law-jurisdictie omgaat met het begrip 'financiële zekerheidsovereenkomst' (in de Engelse tekst van de richtlijn: *'financial collateral arrangement'*). In het Engelse recht bestaat, in tegenstelling tot civil law-jurisdicties, geen strikt onderscheid tussen het goederen- en verbintenissenrecht. Zwolve schrijft hierover het volgende:

'Het leerstellige onderscheid tussen zakelijke en persoonlijke rechten bepaalt de basisstructuur van de 'civil law'. Die onderscheiding is van Romeinsrechtelijke oorsprong en wel omdat zij teruggaat op het fundamentele onderscheid tussen *actiones in rem* en *actiones in personam* ('zakelijke' rechtsvorderingen en 'persoonlijke' rechtsvorderingen). Aan dit onderscheid werd, naar wij zagen, op het continent de tegenstelling gekoppeld tussen verschillende subjectieve rechten: persoonlijke ('relatieve') rechten en zakelijke ('absolute') rechten. Het heeft ten grondslag gelegen aan de tweedeling in het continentale vermogensrecht tussen het 'zakenrecht' enerzijds en het 'verbintenissenrecht' anderzijds. De 'common law' kent deze fundamentele tegenstelling in het vermogensrecht niet.'⁷⁵

Het Engelse recht (als common law-jurisdictie) kent dus geen (strikte) tweedeling van het vermogensrecht in het verbintenissenrecht en het goederenrecht ('zakenrecht') en, in het verlengde daarvan, geen strikt onderscheid tussen de overeenkomst die tot zekerheid verplicht en het zekerheidsrecht zelf. Voor zover het gaat om de *charge*⁷⁶ zijn de overeenkomst die tot zekerheid verplicht en het zekerheidsrecht zelfs één, schrijft Gullifer:

*'An equitable charge, not being a transfer of ownership, rests in contract; there is therefore no distinction between a charge and an agreement for a charge.'*⁷⁷

Het behoeft daarom geen verbazing te wekken dat in het Engelse recht geen discussie is gevoerd (zoals in de Nederlandsrechtelijke literatuur) over het begrip *'financial collateral arrangement'*.

Het begrip *'financial collateral arrangement'* wordt in de Engelse implementatiewetgeving, de FCAR, gedefinieerd als *'a title transfer financial collateral arrangement or a security financial collateral arrangement, whether or not these are covered by a master agreement or general terms and conditions'*. Zowel in de definitie van een *security financial collateral arrangement* als in de

⁷⁴ Art. 20 Wge.

⁷⁵ Zwolve 2006, p. 181.

⁷⁶ Zie over de *charge* § 5.2.4.1.

⁷⁷ Goode/Gullifer 2013, nr. 2.04.

definitie van een *title transfer financial collateral arrangement* wordt gesteld dat het gaat om ‘*an agreement or arrangement where (...) [onderstreping JD]*’. Het is mij niet geheel duidelijk waarom de Engelse wetgever het woord ‘*agreement*’ heeft toegevoegd. Een mogelijkheid is dat in de definitie van *title transfer financial collateral arrangement* in reg 3 FCAR *repurchase agreements* worden genoemd en dat de wetgever duidelijk heeft willen maken dat ook dergelijke ‘*agreements*’ ‘*financial collateral arrangements*’ (kunnen) zijn.

4.5 Conclusie

In dit hoofdstuk zijn een drietal onderwerpen van algemene aard de revue gepasseerd: (i) een beschrijving op hoofdlijnen van de implementatie van de Collateral Richtlijn in het Belgische, Duitse, Nederlandse en Engelse recht, (ii) het toepassingsbereik van de Collateral Richtlijn en van de implementatiewetgeving en (iii) het kernbegrip van de Collateral Richtlijn: de financiële zekerheidsovereenkomst. Een van de constatering in verband met het begrip ‘financiële zekerheidsovereenkomst’ is dat de Nederlandse wetgever ten onrechte heeft gekozen voor implementatie van de Collateral Richtlijn in Boek 7 BW. De Collateral Richtlijn handelt immers over materie die tot het domein van het goederenrecht en daarmee in Boek 3 BW thuis hoort. De (onjuiste) zienswijze van de Nederlandse wetgever is gebaseerd op een verkeerde interpretatie van het begrip ‘financiële zekerheidsovereenkomst’, namelijk de interpretatie van dat begrip als de tot zekerheid verpflichtende overeenkomst. Mijns inziens kan de financiële zekerheidsovereenkomst (zo nodig) beschouwd worden als een meerzijdige rechtshandeling waarbij de girale activa in zekerheid worden gegeven (zo men wil: als een bijzondere goederenrechtelijke overeenkomst). Teneinde verwarring te voorkomen geef ik er de voorkeur aan het begrip ‘financiële zekerheidsovereenkomst’ niet te gebruiken. In plaats daarvan hanteer ik de term ‘financieelzekerheidsarrangement’.

In dit hoofdstuk is – evenals in de rechtsgeleerde literatuur – veel aandacht besteed aan het personele toepassingsbereik van de Collateral Richtlijn. Art. 1 lid 2 Collateral Richtlijn bepaalt dat ten minste de zekerheidsnemer of de zekerheidsgever een financiële instelling dient te zijn, terwijl zijn wederpartij geen consument mag zijn. Het ‘brede’ personele toepassingsbereik betekent dat de Collateral Richtlijn (althans de toepasselijke implementatiewetgeving) ook van toepassing kan zijn op financiële zekerheidsarrangementen die de Europese wetgever niet primair in het vizier had bij totstandkoming van de Collateral Richtlijn, zoals de verpanding van een bankrekening door een kleine of middelgrote onderneming, zoals een bakkerij, aan een bank ter verzekering van een door de bank verstrekt krediet. Het feit dat de Collateral Richtlijn niet alleen van toepassing is op financiële zekerheidsarrangementen waarvoor zij primair is bedoeld – namelijk grensoverschrijdende zekerheidsstellingen in het kader van *repurchase agreements*, *securities lending agreements* en derivatenovereenkomsten tussen financiële marktpartijen – kan ertoe leiden dat de bepalingen van de Collateral Richtlijn niet goed aansluiten op dit soort

zekerheidsarrangementen. Deze frictie is in het bijzonder waarneembaar bij het in hoofdstuk 6 te bespreken controlevereiste.

Door de werkingssfeer van de Collateral Richtlijn op te rekken dat zij ook van toepassing is op een financieelzekerheidsarrangement tussen een financiële instelling en een kleine of middelgrote onderneming, gaat de Collateral Richtlijn verder dan noodzakelijk is om haar doel te bereiken: het verminderen van het systeemrisico en het vergroten van de integratie en efficiëntie van de financiële markten. Daarnaast kan in twijfel worden getrokken of deze uitbreiding wenselijk is, omdat dit voor kleine of middelgrote onderneming waarschijnlijk nauwelijks voordelen met zich brengt. Wat daar van zij, feit is dat de Collateral Richtlijn noch de implementatiewetgeving beperkt is tot zekerheidsarrangementen tussen financiële marktpartijen met een grensoverschrijdend karakter.

Een bepaalde hoedanigheid van de partijen is overigens niet de enige voorwaarde voor toepasselijkheid van de Collateral Richtlijn is. Daarnaast is vereist dat geld, effecten of kredietvorderingen in zekerheid gegeven worden door overdracht of vestiging van een beperkt zekerheidsrecht. Ook moet dus getoetst worden of *zekerheid* wordt gesteld ter securering van een openstaande (financiële) verplichting. Deze vraag kan altijd bevestigend beantwoord worden wat betreft *repurchase agreements*, omdat daaraan inherent is dat zekerheid wordt gesteld. Dit geldt echter niet voor *securities lending agreements*, hoewel in de praktijk vaak zekerheid zal worden gegeven voor de uit die overeenkomst voortvloeiende verplichtingen. Ten slotte is voor toepasselijkheid van de Collateral Richtlijn noodzakelijk dat is voldaan aan het controle-, bepaalbaarheids- en schriftelijkheidsvereiste. Deze laatste twee vereisten hangen nauw samen met art. 3 Collateral Richtlijn en komen aan bod in het volgende hoofdstuk. Het controlevereiste wordt besproken in hoofdstuk 6.

5 | Het formaliteitenverbod

5.1 Inleiding

In hoofdstuk 3 kwam aan de orde dat het uitbannen van omslachtige formaliteiten die sommige jurisdicties stellen aan de totstandkoming van zekerheid op girale activa, één van de doelen van de Collateral Richtlijn is. Art. 3 lid 1 Collateral Richtlijn bepaalt dat ‘de lidstaten niet vereisen dat het bestaan, de geldigheid, derdenwerking, afdwingbaarheid of toelaatbaarheid als bewijs van een financiëlezekerheidsovereenkomst of de verschaffing van als zekerheid verschaft financiële activa uit hoofde van een financiëlezekerheidsovereenkomst afhangt van het vervullen van enige formaliteit’. Bij formaliteiten kan gedacht worden aan registratie van een beperkt zekerheidsrecht in een openbaar register, het vereiste van een notariële akte voor de vestiging van een beperkt zekerheidsrecht en het verkrijgen van een vaste dagtekening (*data certa*).

In dit hoofdstuk komt ten eerste aan de orde welke formaliteiten er golden vóór implementatie van de Collateral Richtlijn (§ 5.2). Daartoe worden de wijzen waarop giraal geld en girale effecten in zekerheid worden gegeven naar Belgisch, Duits, Nederlands en Engels recht in kaart gebracht. Daarna komt aan de orde wat het formaliteitenverbod exact inhoudt (§ 5.3) en vervolgens wordt de implementatie in het nationale recht besproken (§ 5.4). Het hoofdstuk wordt afgesloten met een korte conclusie (§ 5.5).

5.2 Zekerheid op girale activa vóór implementatie van de Collateral Richtlijn

5.2.1 Zekerheid op girale activa naar Belgisch recht

5.2.1.1 GIRAAL GELD

Volgens de heersende leer is een giraal saldo een vordering van de rekeninghouder op de bank waar de rekening wordt aangehouden.¹ Giraal geld kan naar Belgisch recht in zekerheid worden gegeven door het vestigen van een pandrecht op die vordering. Volgens art. 2071 van het Belgisch Burgerlijk Wetboek (hierna: ‘BBW’) is inpandgeving een contract waarbij een schuldenaar (de

1 Zie Schrans & Steennot 2003, nr. 61 en Dirix & De Corte 2006, nr. 505 met verdere verwijzingen. Sommige auteurs bepleiten dat giraal geld gezien moet worden als een onlichamelijk roerend goed *sui generis* dat niet zonder meer gelijkgesteld kan worden aan een vordering, zie Schrans & Steennot 2003, nr. 10 e.v. en Du Laing 2005, nr. 326 e.v.

pandgever) aan zijn schuldeiser (de pandhouder) een zaak² afgeeft tot zekerheid van zijn schuld. Inpandgeving is een reële overeenkomst, wat betekent dat de overeenkomst pas bij afgifte van het goed (buitenbezitstelling) tot stand komt.³

Het vereiste van buitenbezitstelling geldt voor de verpanding van *alle* goederen en dus ook voor de verpanding van vorderingen.⁴ Bij een pandrecht op een vordering,⁵ zoals giraal geld, wordt de buitenbezitstelling gerealiseerd door de wettelijke fictie van art. 2075 lid 1 BBW:

‘De schuldeiser verkrijgt het bezit van een in pand gegeven schuldvordering door het sluiten van de pandovereenkomst.’

Voor verpanding van een giraal saldo volstaat dus een pandovereenkomst tussen de pandgever en pandhouder. Mededeling van de verpanding aan de debiteur van de vordering is in beginsel niet vereist. Omdat de schuldenaar van de vordering niet bekend is met de verpanding, kan hij bevrijdend betalen aan zijn schuldeiser (de pandgever).⁶ De verpanding kan de schuldenaar pas worden tegengeworpen nadat zij hem ter kennis werd gebracht of door hem is erkend (art. 2075 lid 2 BBW).

Mededeling aan de debiteur van de vordering is daarnaast bepalend voor de vraag of het pandrecht kan worden tegengeworpen aan bepaalde andere derden. Art. 2075 lid 3 BBW verklaart art. 1690 lid 3 BBW van toepassing. Laatstgenoemd artikel bepaalt dat indien de vervreemder dezelfde rechten aan verscheidene verkrijgers overdraagt, hij die er zich te goeder trouw op kan beroepen als eerste de overdracht van de schuldvordering aan de schuldenaar ter kennis te hebben gebracht of als eerste de erkenning van de overdracht door de schuldenaar te hebben bekomen, de voorkeur krijgt. Wanneer een vordering wordt verpand aan A en vervolgens een tweede keer in pand wordt gegeven (of wordt gecedeerd) aan B en B te goeder trouw als eerste tot kennisgeving overgaat aan de schuldeiser, gaat B conform art. 2075 lid 3 jo. art. 1690 lid 3 BBW voor op A.⁷

De vraag rijst of mededeling aan de debiteur van de vordering ook doorslaggevend is voor de vraag of het pandrecht de boedel kan worden tegengeworpen in het faillissement van de pandgever. De meerderheidsopvatting is dat het pandrecht tegenwerpelijk is indien de pandgever kan aantonen dat de overeenkomst is gesloten voor faillissement.⁸ Dit betekent dat mededeling *geen*

2 Het BBW hanteert een andere terminologie dan het Nederlandse BW. Het Belgischrechtelijke zaaksbegrip staat gelijk aan het Nederlandsrechtelijke begrip goed.

3 Zie Dekkers/Dirix 2005, nr. 893.

4 Overigens bestaat er discussie over de vraag of de verpanding van vorderingen na invoering van de ‘stille’ cessie in 1994 nog wel gezien kan worden als een reël contract, zie daarover Lebon 2010, nr. 542 e.v.

5 Het BBW spreekt over schuldvordering. De betekenis van deze begrippen is dezelfde, vgl. Dekkers/Dirix 2005, nr. 907.

6 Zie Dekkers/Dirix 2005, nr. 906. Vgl. Sagaert 2014a, nr. 965.

7 *Idem*.

8 Aldus Dirix & De Corte 2006, nr. 496 en Dekkers/Dirix 2005 nr. 906. Vgl. Sagaert 2014a, nr. 967 met verdere verwijzingen.

vereiste is om het pandrecht in faillissement te gelde te kunnen maken tegenover de boedel.

Het Belgische recht maakt een onderscheid tussen het burgerlijk pand en het handelspand.⁹ Wanneer het pandrecht strekt ter verzekering van een burgerlijke verbintenis – kort gezegd een schuld die niet is aangegaan in het kader van de uitoefening van beroep of bedrijf –,¹⁰ zijn de regels betreffende het burgerlijk pand zoals neergelegd in art. 2071 e.v. BBW van toepassing. Voor het bewijsbare bestaan van het burgerlijk pand moet, indien de vordering ter verzekering waarvan het burgerlijk pand strekt en de waarde van het pandobject de waarde van € 375 te boven gaat, ofwel een authentieke akte, ofwel een geregistreerde onderhandse akte worden opgemaakt die een omschrijving bevat van de verschuldigde som en van de in pand gegeven schuldvorderingen (art. 2074 BBW). Indien de verzekerde vordering de waarde van het pand € 375 te boven gaat, is bij het burgerlijk pand tevens een authentieke akte of een onderhandse akte nodig voor het leveren van bewijs door getuigen van het pandrecht.¹¹ Een onderhandse akte vereist op grond van art. 1328 BBW een vaste dagtekening die (onder andere) kan worden verkregen door registratie.

Indien het pandrecht niet tot zekerheid van een burgerlijke verbintenis strekt, maar een handelsschuld secureert (handelspand), is de Wet van 5 mei 1872 houdende herziening der beschikkingen betreffende het Pand en de Commissie (hierna: ‘Handelspandwet’) van toepassing. De Handelspandwet is ondergebracht in de zesde titel van het Wetboek van Koophandel. Op het handelspand zijn de regels betreffende het burgerlijk pand niet van toepassing.¹² Voor een handelspandrecht is zelfs geen akte vereist.¹³ Het handelspand komt dus tot stand door het sluiten van de pandovereenkomst *zonder* dat enige formaliteit in acht hoeft te worden genomen.

Het is naar Belgisch recht mogelijk om een pandrecht te vestigen op een rekening met een fluctuerend saldo of, zoals een dergelijke rekening in België wordt aangeduid, een ‘levende’ rekening. Volgens de heersende leer wordt het pandrecht gevestigd op het creditsaldo dat op de rekening staat op het tijdstip van de uitwinning van het pand of de afsluiting van de rekening.¹⁴ Het gaat hier om de verpanding van een toekomstige vordering die op het tijdstip van verpanding voldoende bepaalbaar is, zodat zij rechtsgeldig kan worden verpand.¹⁵ Omdat het pandrecht is beperkt tot het creditsaldo dat de rekening vertoont op het moment van uitwinning of afsluiting en de creditsaldi die de rekening vertoont vóór dat tijdstip dus niet zijn verpand, kan de pandgever vrij over de rekening beschikken. De benadering waarin het pandrecht rust op alle

9 Zie Dirix & De Corte 2006, nr. 481.

10 Aldus Dirix/Montangie/Vanhees 2005, nr. 168.

11 Art. 1341 BBW. Zie Dekkers/Dirix 2005 nr. 895.

12 Art. 2084 BBW.

13 Omdat het ontbreken van een akte moeilijkheden kan opleveren wat betreft de datum van totstandkoming van het pand, vereist art. 1 Handelspandwet dat de pandhouder de datum bewijst, zie Dekkers/Dirix 2005 nr. 948.

14 Dirix/De Corte 2006, nr. 505 en Boddaert 2009, p. 15.

15 Boddaert 2009, p. 15 en 17. Zie voor het vereiste van voldoende bepaalbaarheid art. 1129 BBW.

huidige en toekomstige creditsaldi die de rekening vertoont of zal vertonen, wordt door Boddaert mogelijk geacht, maar afgewezen:

‘Deze aanpak is onder Belgisch recht (art. 2075 B.W.) perfect mogelijk maar zou wel betekenen dat de pandgever niet meer over de creditsaldi in zijn rekening kan beschikken dan met het akkoord van de pandgever [lees: pandhouder, toevoeging JD] en het is datgene wat de pandgever nu juist wil voorkomen. Door het sluiten van de pandovereenkomst is de pandhoudende schuldeiser immers in het bezit gesteld van iedere vordering die in de zichtrekening op welk tijdstip ook ontstaat (art. 2075, lid 1 B.W.) en het bezit impliceert dat aan de pandhoudende schuldeiser [lees: pandgever, toevoeging JD] de mogelijkheid wordt ontnomen om nog verder over de schuldvordering te beschikken. Het is echter niet onverenigbaar met artikel 2075, lid 1 B.W. dat de pandhoudende schuldeiser de bevoegdheid om de verpande vordering te innen tot nader bericht aan de pandgever laat.’¹⁶

Volgens Boddaert is het ‘vrij zinloos’ te bepalen dat een pandrecht wordt gevestigd op alle bestaande en toekomstige vorderingen waarbij de pandgever kan blijven beschikken over het saldo zolang de pandhouder geen executiegrond heeft, omdat deze benadering geen toegevoegde waarde heeft in vergelijking met een pandrecht dat zich beperkt tot het saldo bij uitwinning.¹⁷

Een andere wijze om giraal geld in zekerheid te geven is door het girale geld over te dragen.¹⁸ Of de overdracht *tot zekerheid* van giraal geld is toegelaten naar Belgisch recht, komt uitgebreid aan bod in hoofdstuk 8; op dit punt is voornamelijk van belang welke vereisten gelden voor de overdracht van giraal geld. Aan het begin van deze paragraaf kwam aan de orde dat giraal geld wordt gezien als een vordering jegens de bank waar het geld wordt aangehouden. Op grond van art. 1690 lid 1 BBW kan een vordering worden overgedragen door het sluiten van de overeenkomst tot overdracht. Dit betekent dat giraal geld kan worden overgedragen door het sluiten van de overeenkomst van overdracht, zonder dat enige andere handeling vereist is. Volgens de heersende leer is het daarnaast mogelijk om geld over te dragen door het geld over te schrijven naar een rekening ten name van de zekerheidsnemer.¹⁹

Het zojuist geschetste kader voor verpanding van vorderingen (giraal geld) zoals dat gold vóór implementatie van de Collateral Richtlijn verandert ingrijpend met de inwerkingtreding van de Wet van 11 juli 2013 tot wijziging van het Burgerlijk Wetboek wat de zakelijke zekerheden op roerende goederen betreft en tot opheffing van diverse bepalingen ter zake (hierna: ‘Pandwet’) op 1 december 2014. Het onderscheid tussen burgerlijk pand en handelspand wordt opgeheven.²⁰ De tegenwerpelijke van het pandrecht aan derden wordt in principe gerealiseerd door registratie (art. 15 Pandwet), maar een pandrecht op een vordering is ook tegenwerpelijk aan derden wanneer voldaan is aan het ‘bezits-

16 Boddaert 2009, p. 16.

17 *Idem.*

18 Zie over de overdracht van schuldvorderingen naar Belgisch recht in algemene zin Lebon 2010, nr. 203 e.v.

19 Zie Dirix & De Corte 2006, nr. 625 met verdere verwijzingen.

20 Zie Parl. St. Kamer, 2012-2013, nr. 2463/001, p. 25.

vereiste (“controle”)) (art. 60 Pandwet). De pandhouder verkrijgt het ‘bezit’ (of de ‘controle’) van een in pand gegeven schuldvordering door het sluiten van de pandovereenkomst op voorwaarde dat hij bevoegd is tot kennisgeving van het pandrecht aan de schuldenaar van de verpande schuldvordering.²¹ De Pandwet bepaalt ten slotte dat een overdracht tot zekerheid van schuldvorderingen niet meer kan opleveren dan een pandrecht (art. 62 Pandwet).²²

5.2.1.2 GIRALE EFFECTEN

De overdracht en verpanding van girale effecten wordt beheerst door het Gecoördineerd koninklijk besluit nr. 62 van 10 november 1967 betreffende de bewaargeving van vervangbare financiële instrumenten en de vereffening van transacties op deze instrumenten (hierna: ‘KB nr. 62’), de Wet van 25 januari 1991 betreffende de markt van de effecten van de overheidsschuld en het monetair beleidsinstrumentarium (hierna: ‘Wet Overheidseffecten’) en het Wetboek van Vennootschappen (hierna: ‘W.Venn.’).²³ Het KB nr. 62 heeft betrekking op vervangbaar gestelde effecten aan toonder.²⁴ De Wet Overheidseffecten en de W.Venn. bevatten bepalingen met betrekking tot gedematerialiseerde effecten. Gedematerialiseerde effecten zijn effecten die worden vertegenwoordigd door een boeking op rekening, op naam van de eigenaar of de houder, bij een vereffeningsinstelling of bij een erkende rekeninghouder.²⁵

De verpanding van vervangbaar gestelde effecten wordt in art. 7 lid 1 KB nr. 62 geregeld:

‘Voor het vestigen van een burgerlijk of handelspand op vervangbare financiële instrumenten, geschiedt de inbezitstelling op geldige wijze door de inboeking van deze financiële instrumenten op een speciale rekening geopend bij de vereffeningsinstelling of bij een aangesloten lid op naam van een overeengekomen persoon. De in pand gegeven financiële instrumenten worden geïdentificeerd volgens hun aard zonder opgave van nummer. Het aldus gevestigde pand is rechtsgeldig en kan aan derden worden tegengeworpen zonder andere formaliteit.’

Het voor de vestiging van het pandrecht noodzakelijke vereiste van buitenbezitstelling van vervangbaar gestelde effecten wordt gerealiseerd door inboeking van de girale effecten op een speciale rekening.²⁶ Uit art. 7 KB nr. 62 blijkt uitdrukkelijk dat deze inboeking het *enige* vereiste is voor verpanding van girale effecten. De voorschriften van art. 2074 BBW gelden dus niet voor het burgerlijk pand op girale effecten.

²¹ Zie hierover nader § 6.3.1.

²² Zie over de achtergrond van deze bepaling § 8.4.1.4.

²³ Zie over het houden van effecten via Euroclear, de Belgische CSD: Fontaine & Van Der Haegen 2011.

²⁴ Op grond van art. 3 van de Wet van 14 december 2005 houdende afschaffing van de effecten aan toonder kunnen sinds 1 januari 2008 effecten door de emittent enkel nog uitgegeven worden in de vorm van effecten op naam of gedematerialiseerde effecten. In beginsel dienden uiterlijk op 31 december 2013 effecten aan toonder te zijn omgezet in effecten op naam of in gedematerialiseerde effecten, binnen de beperkingen van de statutaire bepalingen en binnen de wettelijke en reglementaire bepalingen betreffende de uitgifte (art. 7).

²⁵ Art. 468 lid 1 W.Venn.

²⁶ Er bestaat discussie over de vraag wat er onder het begrip ‘speciale rekening’ moet worden verstaan. Zie hierover Boddaert 2006, nr. 5 en 6 met verdere verwijzingen. Hoewel het KB nr. 62 spreekt van inboeking volstaat óók de blokkering van de effectenrekening van de pandgever, zie hierna.

De ‘speciale rekening’ kan worden geopend op naam van de pandgever, de pandhouder of een derde.²⁷ Wanneer het pandrecht betrekking heeft op alle effecten in de vrije effectenrekening van de pandgever, vindt in de praktijk verpanding doorgaans plaats doordat de pandhouder in zijn eigen boeken een speciale rekening opent op naam van de pandgever.²⁸

Er bestaat discussie over de vraag of de *enkele* inboeking van de effecten op een speciale rekening op naam van de pandgever voldoende is om aan het vereiste van buitenbezitstelling te voldoen. Volgens Boddaert geldt als leidraad dat de speciale rekening de dubbele functie van de buitenbezitstelling – de zekerheidsfunctie en publiciteitsfunctie – moet realiseren.²⁹ Aan de zekerheidsfunctie is voldaan wanneer verpande girale effecten zijn onttrokken aan de beschikkingsmacht van de pandgever en op die manier de pandhouder beschermen tegen de vervreemding of een waardevermindering door toedoen van de pandgever. Teneinde aan de zekerheidsfunctie te voldoen is noodzakelijk dat de speciale rekening op naam van de pandgever wordt geblokkeerd. Blokkering van de rekening houdt in dat de pandgever ‘op geen enkele wijze nog de vrije beschikking heeft over de financiële instrumenten die in deze rekening geboekt worden’.³⁰ Dit kan worden bereikt door een technische blokkering, maar tevens volstaat dat de pandgever alleen nog met toestemming van de pandhouder toegang heeft tot de rekening (‘juridische blokkering’). Publiciteit – de tweede functie van buitenbezitstelling – vereist dat derden duidelijk wordt gemaakt dat de girale effecten verpand zijn. Aan de publiciteitsfunctie kan worden voldaan door het gebruik van een bijzondere code voor verpande rekeningen of door in de tenaamstelling de vermelding ‘pandrekening’ of ‘verpand ten gunste van X’ op te nemen en deze eventueel op de rekeningafschriften te laten verschijnen.³¹

Volgens Boddaert kan een pandrecht op girale effecten dus óók gevestigd worden zonder dat er een inboeking op een speciale rekening plaatsvindt, namelijk door omvorming van een vrije effectenrekening in een speciale rekening.³² Gezien de publiciteitsfunctie geldt evenwel dat een loutere blokkering van de vrije effectenrekening van de pandgever onvoldoende is om te voldoen aan het vereiste van buitenbezitstelling (en dus aan het voorschrift van art. 7 KB nr. 62) aangezien er dan voor de buitenwereld niets verandert.³³ Noodzakelijk is dat op een van de hierboven genoemde methodes aan het publiciteitsvereiste is voldaan.

Een pandrecht op gedematerialiseerde effecten geschiedt tevens door inboeking van de effecten op een speciale rekening:

27 Zie Parl. St. Senaat, 1994-1995, nr. 1321/1, p. 16.

28 Boddaert 2006, nr. 9.

29 Boddaert 2005, nr. 34.

30 Boddaert 2006, nr. 7.

31 *Idem*.

32 Boddaert 2006, nr. 9.

33 Boddaert 2005, nr. 36.

‘Voor de vestiging van een burgerlijk pand of een handelspand op de gedematerialiseerde effecten bedoeld in artikel 469, geschiedt de inbezitting op geldige wijze door de inboeking van deze effecten op een bijzondere rekening geopend bij een instelling die rekeningen bijhoudt op naam van een overeen te komen persoon. De in pand gegeven effecten worden geïdentificeerd volgens hun aard, zonder opgave van nummer. Het aldus gevestigde pand is rechtsgeldig en kan aan derden worden tegengeworpen zonder andere formaliteit.’³⁴

Hetgeen hierboven is opgemerkt met betrekking tot de inboeking van de effecten op een speciale rekening in het kader van vervangbaar gestelde effecten geldt *mutatis mutandis* voor de verpanding van gedematerialiseerde effecten.

Voor het in zekerheid geven van effecten door *overdracht* volstaat de overboeking van de effecten. De overdracht van gedematerialiseerde effecten wordt geregeld in art. 468 lid 2 W.Venn. en art. 6 Wet Overheidseffecten. Die artikelen bepalen dat gedematerialiseerde effecten worden overgedragen door overschrijving van rekening op rekening. De overdracht van vervangbaar gestelde effecten wordt weliswaar niet uitdrukkelijk in het KB nr. 62 geregeld, maar aangenomen wordt dat ook de overdracht van vervangbaar gestelde effecten plaatsvindt door de enkele girale overboeking.³⁵ De vraag of de overdracht tot zekerheid van effecten naar Belgisch recht is toegestaan, komt aan bod in hoofdstuk 8.

5.2.2 Zekerheid op girale activa naar Duits recht

5.2.2.1 GIRAAL GELD

Ook het Duitse recht kwalificeert giraal geld als een vordering op de bank waar het girale saldo wordt aangehouden.³⁶ Dit betekent dat de verpanding van giraal geld plaatsvindt volgens de algemene regels voor de verpanding van vorderingen zoals opgenomen in § 1273 e.v. BGB. § 1274 lid 1 BGB en § 1280 BGB vereisen voor de vestiging van een pandrecht (*Pfandrecht*) op een vordering dat partijen overeenstemming hebben bereikt over de verpanding (*dingliche Einigung*) en dat mededeling wordt gedaan aan de schuldenaar van de vordering (*Anzeige*). Andere vereisten dan *dingliche Einigung* en *Anzeige*, zoals een (onderhandse of authentieke) akte, stelt het Duitse recht niet.

Wanneer giraal geld wordt verpand aan de bank waar de rekening wordt aangehouden,³⁷ kan mededeling achterwege blijven.³⁸ Voor de verpanding van een giraal saldo aan de bank waar de rekening wordt aangehouden volstaat

34 Art. 470 lid 1 W.Venn. en art. 7 lid 1 Wet Overheidseffecten. Een ondergeschikt verschil is dat art. 7 lid 1 Wet Overheidseffecten tevens bepaalt dat het pandrecht kan worden gevestigd door ‘inboeking van het bedrag van de in pand gegeven effecten op een speciale rekening (...) bij het effectenclearingstelsel van de Nationale Bank van België’.

35 Vgl. art. 6 lid 3 KB nr. 62: ‘De *overschrijving* van rekening naar rekening van vervangbare financiële instrumenten geeft geen aanleiding tot opgave van de nummers noch door de vereffeningsinstelling noch door de aangesloten leden.’ [cursivering JD].

36 Hadding/Häuser, MünchKomm HGB 2014, nr. A 177 en A 185.

37 Verpanding van een vordering aan de debiteur van die vordering (*Pfandrecht an eigener Schuld*) is door het *Bundesgerichtshof* erkend, zie BGH 9 juni 1983 - III ZR 105/82 (*NJW* 83, 2701). Zie tevens Schimansky/Bunte/Lwowski/Bunte 2011, § 19, nr. 4. Zie nr. 3 voor verwijzingen naar oudere rechtspraak.

38 Schimansky/Bunte/Lwowski/Bunte 2011, § 19, nr. 30.

dus de enkele wilsovereenstemming over de verpanding. Verpanding van giraal geld vindt in de praktijk veelal plaats aan de *account bank* op grond van algemene bankvoorwaarden (de *Allgemeine Geschäftsbedingungen der deutschen Banken*, de algemene voorwaarden van de *Postbank* of de algemene voorwaarden van de *Sparkassen*).³⁹

Een ‘stil’ pandrecht – dat is een pandrecht dat tot stand komt *zonder* mededeling aan de debiteur van de verpande vordering – kent het Duitse recht niet. In de rechtspraak is echter de overdracht tot zekerheid van vorderingen (*Sicherungsabtretung* of *Sicherungscession*) erkend als alternatief voor het openbare pandrecht.⁴⁰ Voor overdracht van een vordering volstaat de wilsovereenstemming tussen cedent en cessionaris (§ 398 BGB); mededeling aan de schuldenaar van de vordering (dat is in casu de bank waar de rekening wordt aangehouden) is geen constitutief vereiste voor de overdracht van een vordering.

De *Sicherungsabtretung* is een vorm van *treuhänderische Sicherheit*. Dat betekent dat de zekerheidsnemer weliswaar rechthebbende wordt, maar op grond van de overeenkomst die aan de overdracht ten grondslag ligt (*Sicherungsvertrag*) alleen mag beschikken over de vordering wanneer de zekerheidsgever in verzuim is met zijn verplichtingen.⁴¹ Het is ook mogelijk om giraal geld over te dragen tot zekerheid *zonder* dat de zekerheidsnemer gebonden is aan *treuhänderische Pflichten*. In dat geval spreekt men van een *uneingeschränkte Vollrechtsübertragung*.⁴²

Wat betreft de overdracht van een vordering ‘*in Gestalt eines Bankguthabens*’ heeft het Bundesgerichtshof bepaald dat deze in beginsel geschiedt door mededeling aan de *account bank* en de overboeking van het girale geld op naam van de verkrijger.⁴³ Deze ‘*grundsätzliche Beurteilung*’ sluit volgens het BGH evenwel niet uit dat onder bijzondere omstandigheden een stilzwijgende overdracht van het girale geld kan plaatsvinden zonder dat daarvan mededeling wordt gedaan en het geld wordt overgeboekt. Over de vraag of de overboekingsopdracht als een dergelijke ‘*konkludente Abtretung*’ gezien kan worden, heeft het BGH zich nog niet uitgelaten.⁴⁴

5.2.2.2 GIRALE EFFECTEN

Het Duitse recht kent, evenals het Belgische recht, een bijzondere wet voor het giraal effectenverkeer: het *Gesetz über die Verwahrung und Anschaffung von Wertpapieren (Depotgesetz)* (hierna: ‘DepotG’). Op grond van § 5 lid 1, eerste zin DepotG worden effecten in de regel per soort bewaard (*Sammelverwahrung*).

39 Zie Nr. 14 AGB-Banken, Nr. 14 AGB-Postbanken en Nr. 21 Abs. 1 AGB-Sparkassen. Zie over dit pandrecht op grond van deze algemene voorwaarden Schimansky/Bunte/Lwowski/Bunte 2011, § 19.

40 Zie daarover nader Schimansky/Bunte/Lwowski/Ganter 2011, § 96, nr. 17.

41 Wanneer de zekerheidsnemer in strijd met de gemaakte afspraken over de vordering beschikt, is de overdracht geldig. De zekerheidsnemer is verplicht de door de beschikking ontstane schade te vergoeden. Zie Schimansky/Bunte/Lwowski/Ganter 2011, § 96, nr. 16.

42 Zie Schimansky/Bunte/Lwowski/Jahn 2011, § 114, nr. 70. Dit komt meer uitgebreid aan bod in § 8.4.2.

43 BGH 28 oktober 1957 - II ZR 99/56, nr. 13.

44 Zie Hadding/Häuser, MünchKomm HGB 2014, nr. A 186.

In dat geval gaat het eigendomsrecht van de effecten (door oneigenlijke vermenging) teniet. De belegger verkrijgt uit hoofde van § 6 lid 1, eerste zin DepotG een mede-eigendomsrecht op de tot het *Sammelbestand* behorende effecten (*Sammelbestandanteil*).⁴⁵ Wanneer de effecten door een *Wertpapiersammelbank* (CSD) per soort bewaard worden, spreekt men van *Girosammelverwahrung*.⁴⁶ In Duitsland is er één CSD, namelijk Clearstream Banking AG, Frankfurt (hierna: ‘CBF’).

Het Depotgesetz bevat geen voorschriften over de overdracht en verpanding van girale effecten. Volgens de heersende mening vindt de overdracht en verpanding van girale effecten plaats volgens de algemene regels betreffende de overdracht en verpanding van *zaken* zoals opgenomen in het BGB (§§ 929 e.v. resp. §§ 1204 e.v. BGB).⁴⁷ Conform § 929, eerste zin BGB is voor overdracht van een zaak vereist dat er wilsovereenstemming bestaat over de overdracht tussen de vervreemder en de verkrijger (*dingliche Einigung*) en dat de vervreemder het bezit van de zaak aan de verkrijger verschaft (*Übergabe*).⁴⁸

Naar Duits recht is de *Wertpapiersammelbank* (in Duitsland: CBF) onmiddellijk bezitter voor de *Depotbank* (intermediair) die op haar beurt weer de effecten voor de belegger houdt (§ 868 BGB). Dit leidt tot een bezitsketen zoals bedoeld in § 871 BGB (*mehrstufiger mittelbarer Besitz*): de *Wertpapiersammelbank* is onmiddellijk bezitter, de *Depotbank* middellijk bezitter *erster Stufe* en de belegger middellijk bezitter *zweiter Stufe*. Einsele beschrijft hoe in het geval van een dergelijke bezitpiramide de *Besitzübertragung* van girale effecten wordt geconstrueerd:

*‘Dabei soll die Besitzübertragung in einer Umstellung des Besitzmittlungsverhältnisses durch Clearstream liegen. Diese Besitzumstellung soll sich in der Weise vollziehen, dass Clearstream auf Anweisung (durch Lieferlisten, Wertpapierüberträge) des Veräußerers dessen Depotkonto belastet und dem Depotkonto des kaufenden Kunden den entsprechenden Sammelbestandanteil gutschreibt. Die Änderung des Besitzmittlungswillens der Clearstream soll sich also in der Umbuchung dokumentieren.’*⁴⁹

De *Besitzübertragung* vindt dus kort gezegd plaats doordat CBF effecten gaat houden (‘bezitten’) voor (de intermediair van) de verkrijger in plaats van (de intermediair van) de vervreemder (§ 930 BGB),⁵⁰ hetgeen zich uit in debitering van de rekening van de vervreemder of de intermediair van de vervreemder en

⁴⁵ Zie Einsele, MünchKomm HGB 2009, Depotgeschäft, nr. 1 en 42.

⁴⁶ Einsele, MünchKomm HGB 2009, Depotgeschäft, nr. 50.

⁴⁷ Einsele, MünchKomm HGB 2009, Depotgeschäft, nr. 108.

⁴⁸ Het Duitse recht kent – in tegenstelling tot het Nederlandse recht – niet het onderscheid tussen bezit en houderschap, maar tussen *Besitz* en *Besitzdiener* (zie § 854 en § 855 BGB). De pandhouder is naar Duits recht *Besitzer* van de zaak.

⁴⁹ Einsele, MünchKomm HGB 2009, Depotgeschäft, nr. 108.

⁵⁰ § 930 BG luidt: ‘Ist der Eigentümer im Besitz der Sache, so kann die Übergabe dadurch ersetzt werden, dass zwischen ihm und dem Erwerber ein Rechtsverhältnis vereinbart wird, vermöge dessen der Erwerber den mittelbaren Besitz erlangt.’

creditering van rekening van de verkrijger of intermediair van de verkrijger.⁵¹ Uit de algemene voorwaarden van CBF blijkt dat zij dezelfde constructie hanteert:

‘Bruchteile am Sammelbestand von Wertpapieren derselben Art, die CBF für einen Kunden verwahrt, werden an einen anderen Kunden durch Einigung und Übergang des Mitbesitzes, den CBF jeweils dem Kunden vermittelt, übertragen (Girosammelverkehr). Der Mitbesitz geht durch Begründung eines Besitzmittlungsverhältnisses zwischen CBF und dem erwerbenden Kunden und Umstellung des Besitzmittlungswillens der CBF bezüglich der zu übertragenden Bruchteile über. Der Besitzübergang ist abgeschlossen, sobald CBF auf Anweisung des veräußernden Kunden dessen Depot belastet sowie die Bruchteile dem Depot des erwerbenden Kunden gutgeschrieben hat. Die Buchungszeit wird im Onlinesystem der CBF (CASCADE Online) ausgewiesen.’⁵²

Voor de vestiging van een *pandrecht* op een zaak is evenals voor de overdracht van een zaak *Einigung* en *Übergabe* vereist (§ 1205 lid 1, eerste zin BGB). Uiteraard rijst ook bij de verpanding van girale effecten de vraag hoe de bezitsverschaffing plaatsvindt. Volgens de heersende leer gebeurt dit op dezelfde wijze als de *Übergabe* in het kader van de overdracht van girale effecten, namelijk door *Umstellung des Besitzmittlungsverhältnisses*: op aanwijzing van de vervreemder instrueert de intermediair CBF de effecten te houden voor de intermediair van de verkrijger, hetgeen uiting vindt in de debitering van de rekening van de intermediair van de vervreemder en de creditering van de rekening van de intermediair van de verkrijger.⁵³ Ook de verpanding van effecten vindt dus doorgaans plaats door overboeking van de effecten.

De heersende leer – waarin het effectenverkeer wordt gevat in de zakenrechtelijke begrippen van het BGB – is in het bijzonder door Einsele bekritiseerd:

Die ganz hM [herrschende Meinung, toevoeging JD] hat dennoch keine Bedenken, den Effektingiroverkehr nach sachenrechtlichen Grundsätzen zu behandeln. (...) Richtigerweise können die tatsächlichen Abläufe beim Effektingiroverkehr jedoch nicht mehr mit den Kriterien des Sachenrechts erfasst und insbesondere die Depotinhaber nicht als (Mit-)Besitzer des Wertpapiersammelbestands angesehen werden.’⁵⁴

Volgens Einsele kan de belegger niet als middellijke bezitter van het *Wertpapiersammelbestand* gezien worden.⁵⁵ Daartoe voert zij onder meer aan dat bezit van gedematerialiseerde effecten niet mogelijk is⁵⁶ en dat bij andere girale effecten, kort gezegd, de belegger niet beschikt over de voor bezit vereiste

51 Einsele, MünchKomm HGB 2009, Depotgeschäft, nr. 108. Zie ook Schlaegel 2008, p. 35. Einsele toont overtuigend aan dat bezitsverschaffing in dit geval niet plaats kan vinden op de in § 931 BGB beschreven wijze (*Abtretung der Herausgabeanspruch*, overdracht van de vordering tot teruggave van de zaak), zie Einsele, MünchKomm HGB 2009, Depotgeschäft, nr. 109.

52 Art. XXI lid 1 AGB der Clearstream Banking AG (versie: 1 januari 2012).

53 Zie Einsele, MünchKomm HGB 2009, Depotgeschäft, nr. 124.

54 Einsele, MünchKomm HGB 2009, Depotgeschäft, nr. 59.

55 Einsele, MünchKomm HGB 2009, Depotgeschäft, nr. 127.

56 Einsele, MünchKomm HGB 2009, Depotgeschäft, nr. 92 en 109.

*Herausgabeanspruch*⁵⁷. Het gevolg van Einseles benadering is dat de overdracht door enkele wilsovereenstemming (*dingliche Einigung*) in de zin van § 929 BGB kan plaatsvinden zonder dat bezitsverschaffing (*Übergabe*) van de girale effecten noodzakelijk is.⁵⁸ Verpanding van girale effecten vindt volgens Einsele plaats door verpanding van de *Auslieferungsanspruch* uit hoofde van § 7 lid 1 en 8 DepotG.⁵⁹ De verpanding van de *Auslieferungsanspruch* vindt plaats op grond van § 1274 lid 1, eerste zin en 1280 BGB (verpanding van vorderingen). Wanneer uitlevering van girale effecten is uitgesloten – hetgeen doorgaans het geval is bij een *global* – dan gelden dezelfde regels voor de verpanding van de vordering van de belegger op grond van zijn ‘*vermögensmäßigen Beteiligung an dem Wertpapierbestand*’.⁶⁰ De door § 1280 BGB vereiste mededeling is volgens Einsele gelegen in de *Verpfändungsübertrag*, de instructie waarmee de CSD opdracht wordt gegeven tot een overeenkomstige overboeking.⁶¹

Hoewel andere auteurs zich bij de benadering van Einsele hebben aangesloten,⁶² gaat het overgrote deel van de literatuur er desalniettemin van uit dat de belegger wel degelijk middellijk bezitter is van effecten en dat de overdracht en verpanding op de eerste, hierboven omschreven wijze (*dingliche Einigung* en *Übergabe* door *Umstellung des Besitzverhältnisses*) plaatsvinden.

5.2.3 Zekerheid op girale activa naar Nederlands recht

5.2.3.1 GIRAAL GELD

Naar Nederlands recht stelt giraal geld een vordering voor op de bankinstelling waar de rekening wordt aangehouden.⁶³ Verpanding van giraal geld geschiedt naar Nederlands recht volgens de algemene regels voor het vestigen van een pandrecht op vorderingen. Er zijn twee mogelijkheden: het opmaken van een daartoe bestemde akte en mededeling aan de debiteur van de vordering (een openbaar pandrecht)⁶⁴ of een daartoe bestemde authentieke⁶⁵ of geregistreerde onderhandse akte, zonder mededeling aan de debiteur van de vordering (een stil

⁵⁷ Einsele, MünchKomm HGB 2009, Depotgeschäft, nr. 93 en 94.

⁵⁸ Einsele, MünchKomm HGB 2009, Depotgeschäft, nr. 106.

⁵⁹ Einsele, MünchKomm HGB 2009, Depotgeschäft, nr. 127.

⁶⁰ *Idem*.

⁶¹ Einsele, MünchKomm HGB 2009, Depotgeschäft, nr. 128.

⁶² Zie bijvoorbeeld Schlaegel 2008, p. 35 en Kronke 2010, p. 1633.

⁶³ Rank 1996, p. 96, Mijnsen 2010, p. 47 en Snijders/Rank-Berenschot 2011, nr. 33. Wibier 2007, p. 22 heeft zich de vraag gesteld wat de inhoud van deze vordering is en heeft zich te weer gesteld tegen de kwalificatie van de vordering als een ‘vordering tot betaling van een geldsom’. Inmiddels heeft de Hoge Raad in een recent arrest invulling gegeven aan de inhoud van de verbintenis die op de bank rust bij een positief saldo: ‘Het verschuldigd zijn van het creditsaldo houdt slechts in dat de bank dat saldo ter beschikking van de rekeninghouder dient te houden, zodat deze daarover desgewenst en op een door hem te bepalen wijze en tijdstip kan beschikken.’ (HR 23 maart 2012, NJ 2012/421 (*ING Bank NV/Manning q.q.*), r.o. 3.5). Zie hierover Wibier 2014, p. 62-64.

⁶⁴ Art. 3:236 lid 2 jo. art. 3:94 lid 1 BW.

⁶⁵ Het begrip ‘authentieke akte’ wordt in art. 156 lid 2 Wetboek van Burgerlijke Rechtsvordering (hierna: ‘Rv’) als volgt gedefinieerd: ‘Authentieke akten zijn akten in de vereiste vorm en bevoegdelijk opgemaakt door ambtenaren, aan wie bij of krachtens de wet is opgedragen op die wijze te doen blijken van door hen gedane waarnemingen of verrichtingen. Als authentieke akten worden tevens beschouwd de akten, waarvan het opmaken aan ambtenaren is voorbehouden, doch waarvan de wet het opmaken in bepaalde gevallen aan anderen dan ambtenaren opdraagt.’

pandrecht).⁶⁶ ‘Registratie’ van de onderhandse akte behelst niet meer dan het opsturen van de akte van verpanding naar de Belastingdienst, waarna de inspecteur ten blijke van de registratie op de akte een door hem ondertekende verklaring van registratie stelt.⁶⁷ Het register is geen openbaar register; alleen aan degenen die partij zijn bij een akte, hun erfgenamen of hun rechtverkrijgenden alsmede aan de openbare ambtenaar die de akte heeft opgemaakt of ter registratie heeft aangeboden, zijn plaatsvervanger of zijn opvolger, wordt ter zake van die akte desgevraagd inzage verleend in de registers van registratie dan wel een uittreksel uit die registers afgegeven.⁶⁸

Indien een openbaar pandrecht wordt gevestigd, dient een daartoe bestemde akte te worden opgemaakt (pandakte) en moet mededeling worden gedaan aan de debiteur van de vordering van de verpanding. Op grond van art. 3:236 lid 2 jo. art. 3:94 lid 1 BW jo. art. 156 Wetboek van Burgerlijke Rechtsvordering (hierna: ‘Rv’) is een pandakte een door de pandgever ondertekend geschrift dat tot verpanding van de daarin genoemde goederen strekt.⁶⁹ De in het kader van het openbare pandrecht gedane mededeling aan de schuldenaar van de vordering (in het geval van giraal geld: aan de *account bank*) heeft tot gevolg dat de pandhouder bevoegd is in en buiten rechte nakoming van de vordering te eisen en betalingen in ontvangst te nemen.⁷⁰ Bij een stil pandrecht blijft de pandgever daarentegen inningsbevoegd. De *account bank* is in dat geval niet op de hoogte van het pandrecht en zij zal dus de aanwijzingen van de pandgever met betrekking tot het girale saldo blijven uitvoeren. Het verschil tussen een openbaar pandrecht en een stil pandrecht op giraal geld is in beginsel dus gelegen in het feit dat in het eerste geval de pandhouder de ‘macht’ heeft over het girale geld, terwijl in het tweede geval de pandgever de ‘macht’ daarover behoudt.⁷¹

Verpanding van giraal geld gebeurt in de praktijk niet door vestiging van een stil pandrecht, maar door vestiging van een openbaar pandrecht. Dit heeft te maken met het feit dat dubbel toekomstige vorderingen – vorderingen die nog niet bestaan en evenmin voortvloeien uit een reeds bestaande rechtsverhouding –, zoals toekomstige crediteringen op een rekening,⁷² volgens art. 3:239 lid 1 BW niet stil bij voorbaat kunnen worden verpand.⁷³ Om ervoor te zorgen dat ook toekomstige bijschrijvingen onder het pandrecht vallen, worden bankrekeningen openbaar verpand. Ook de verpanding van een lopende (‘levende’) rekening vindt plaats door openbare verpanding. Volgens de meerderheidsopvatting heeft de pandhouder óók de voor het openbare pandrecht vereiste macht over het girale geld wanneer de pandgever kan blijven beschikken over het girale saldo.⁷⁴

66 Art. 3:239 lid 1 BW.

67 Art. 18 Uitvoeringsbeschikking Registratiewet.

68 Art. 10 Registratiewet.

69 Art. 156 lid 1 Rv luidt: ‘Akten zijn ondertekende geschriften, bestemd om tot bewijs te dienen.’

70 Art. 3:246 lid 1 BW.

71 Aldus ook Wibier 2007, p. 17.

72 Zie recent HR 17 februari 2012, *NJ* 2012/605 (*Rabobank Maashorst/Kézér q.q.*), r.o. 3.6.

73 Door gebruik te maken van de zogenaamde verzamelpandconstructie, waarbij dagelijks pandaktes worden geregistreerd, kan aan dit bezwaar tegemoet gekomen worden. Deze constructie is recent door de Hoge Raad geaccordeerd, zie HR 3 februari 2012, *NJ* 2012/261 (*Dix q.q./ING Bank*).

74 Zie daarover nader § 6.3.3.

Wanneer het pandrecht wordt gevestigd ten behoeve van de *account bank*,⁷⁵ kan mededeling achterwege blijven omdat de bank waar de rekening wordt aangehouden zowel debiteur als pandhouder van een en dezelfde vordering is. Voor de verpanding van een giraal saldo aan de bank waar de rekening wordt aangehouden, volstaat dus een onderhandse akte.

In theorie zou naar Nederlands recht de *overdracht* van giraal geld kunnen geschieden door overdracht van de vordering op de bankinstelling door de rekeninghouder aan een derde conform art. 3:84 lid 1 jo. art. 3:94 BW. Echter, in de praktijk wordt giraal geld niet gecedeerd, maar overgeboekt naar de rekening van de begunstigde (de ‘verkrijger’). Overboeking houdt in dat de rekening van de rekeninghouder wordt gedebiteerd en de rekening van de begunstigde met hetzelfde bedrag wordt gecrediteerd. Door de overboeking gaat de vordering van de opdrachtgever op zijn bank ten belope van het overgeboekte bedrag teniet en ontstaat een nieuwe vordering van de begunstigde op zijn bank ter hoogte van dat bedrag. Een overboeking is dus *geen* overdracht in de zin van art. 3:84 BW, maar een zuiver verbintenisrechtelijke aangelegenheid.⁷⁶ Deze constatering is van belang met het oog op art. 3:84 lid 3 BW, dat bepaalt dat een rechtshandeling die ten doel heeft een goed *over te dragen* tot zekerheid, geen geldige titel van overdracht van dat goed is (het zogenaamde ‘fiduciaverbod’). Aangezien overboeking van giraal geld geen overdracht in de zin van art. 3:84 lid 1 BW oplevert, is art. 3:84 lid 3 BW daarop niet van toepassing.⁷⁷

5.2.3.2 GIRALE EFFECTEN

De levering en verpanding van girale effecten wordt geregeld door de Wet giraal effectenverkeer (hierna: ‘Wge’).⁷⁸ De Wge kent een getrapte structuur. Onderaan bevinden zich de beleggers die een effectenrekening aanhouden bij een intermediair. De intermediairs houden op hun beurt een effectenrekening aan bij het door de Minister van Financiën aangewezen centraal instituut (Euroclear Nederland).

Op grond van art. 12 lid 1 Wge heeft de bewaargeving van effecten aan toonder aan een intermediair of levering van effecten op naam aan een intermediair ter opname in het verzameldepot tot gevolg dat degene aan wie de effecten toebehoorden op het tijdstip waarop zij door de intermediair ter bewaring in ontvangst zijn genomen dan wel aan de intermediair zijn geleverd, in het verzameldepot gerechtigd wordt als deelgenoot gezamenlijk met hen die daarin op dat tijdstip reeds gerechtigd waren. In de plaats van de effecten verkrijgt de belegger dus een recht van mede-eigendom in een gemeenschap (een ‘aandeel in een verzameldepot’). Het aandeel in een verzameldepot, dat gekwalificeerd kan

⁷⁵ Verpanding van een vordering aan de debiteur van die vordering is door de Hoge Raad reeds in de jaren ‘30 van de vorige eeuw erkend, zie HR 24 december 1931, *NJ* 1932, p. 797. Verpanding van een giraal saldo (of van girale effecten) aan de *account bank* (c.q. de intermediair) kan plaatsvinden op grond van art. 24 Algemene Bankvoorwaarden 2009 (hierna: ‘ABV 2009’).

⁷⁶ Dat in dit geval geen sprake is van een derivatieve verkrijging, wordt in het bijzonder duidelijk wanneer de pandgever en pandhouder hun rekeningen bij verschillende banken aanhouden. Vgl. Haentjens 2007, p. 139.

⁷⁷ Zie daarover tevens § 8.4.3.3.

⁷⁸ Zie over het navolgende uitgebreider Schim 2006, hoofdstuk 3.

worden als een recht op naam van eigen aard,⁷⁹ kan worden overgedragen of verpand.⁸⁰

Art. 17 Wge bepaalt dat aandelen in een verzameldepot kunnen worden geleverd door bijschrijving op naam van de verkrijger in het daartoe bestemde deel van de administratie van de intermediair.⁸¹ In de praktijk zal deze bijschrijving veelal plaatsvinden door creditering van de effectenrekening van de verkrijger, maar de Wge schrijft niet één bepaalde wijze van bijschrijving voor. Volgens de Memorie van Toelichting bij de Wge volstaat 'iedere aantekening die als een bijschrijving kan worden opgevat en tot het voormelde deel van de administratie kan worden gerekend'.⁸²

De *verpanding* van een aandeel in een verzameldepot vindt plaats door bijschrijving ten name van de pandhouder in de administratie van de intermediair (art. 20 Wge).⁸³ Ook hier geldt dat de Wge geen dwingend voorschrift bevat inzake de vorm van de bijschrijving. Uit de parlementaire geschiedenis blijkt dat het begrip bijschrijving ruim moet worden uitgelegd en iedere aantekening in de administratie van de intermediair kan omvatten waaruit van de vestiging van het pandrecht blijkt.⁸⁴ In de praktijk vindt bijschrijving vaak plaats door creditering van een speciale pandrekening op naam van de pandgever in de administratie van diens intermediair. Een andere methode van bijschrijving is de blokkering van het aandeel in het verzameldepot, waarbij in de administratie van de intermediair van de pandgever aantekening wordt gemaakt van de verpanding.⁸⁵

Voor intermediairs werd het vereiste van bijschrijving op een speciale rekening ten tijde van de totstandkoming van de Wge bezwaarlijk geacht omdat het pandrecht ten behoeve van de instelling veelal voortvloeit uit de algemene voorwaarden van de instelling (vgl. het huidige art. 24 Algemene Bankvoorwaarden⁸⁶).⁸⁷ Om deze reden is voor de verpanding aan de intermediair zelf een bijzondere regel in het leven geroepen: vestiging van een pandrecht op een aandeel in een verzameldepot ten behoeve van de intermediair geschiedt door overeenkomst tussen de pandgever en de intermediair (art. 21 Wge).

In de literatuur is discussie ontstaan over de vraag of de levering van een aandeel in een verzameldepot conform art. 17 Wge een levering in de zin van art. 3:84

79 Rank-Berenschot 1998, p. 167 e.v.

80 Op grond van art. 42 Wge kan een intermediair (indien hij een aangesloten instelling in de zin van de Wge is) op een aandeel in een girodepot een pandrecht vestigen door bijschrijving ten name van de andere instelling in de administratie van het centraal instituut en conform art. 41 Wge kan een aandeel in een girodepot worden overgedragen door bijschrijving op naam van de verkrijgende instelling in het daartoe bestemde deel van de administratie van het centraal instituut. Een girodepot kan omschreven worden als de gemeenschap bestaande uit effecten en aanspraken op effecten die door het centraal instituut worden beheerd, zie Haentjens (T&C Ondernemingsrecht & Effectenrecht) 2013, Commentaar op hoofdstuk 3 Wge, Inleidende opmerkingen, nr. 2.

81 Zie over de bijschrijving in het kader van overdracht nader Schim 2006, p. 130 e.v.

82 *Kamerstukken II* 1975-1976, 13 780, nrs. 1-4, p. 37.

83 Zie over de bijschrijving in het kader van verpanding nader Schim 2006, p. 179 e.v.

84 *Kamerstukken II* 1975-1976, 13 780, nrs. 1-4, p. 37 en *Kamerstukken II* 1976-1977, 13 780, nr. 7, p. 2.

85 Haentjens (T&C Ondernemingsrecht & Effectenrecht) 2013, art. 20 Wge, aant. 2.

86 Deze bepaling komt erop neer dat de bank een pandrecht bedingt op alle (geld- en effecten)tegoeden van haar cliënten ter verzekering van al hetgeen de bank op enig moment, uit welke hoofde ook, van de cliënt te vorderen heeft of verkrijgt.

87 *Kamerstukken II* 1975-1976, 13 780, nrs. 1-4, p. 39.

BW behelst. Deze vraag is bepalend voor de toepasselijkheid van art. 3:84 lid 3 BW op de (zekerheids)overdracht van een aandeel in een verzameldepot. Voorstanders van de gedachte dat er sprake is van een levering en dus overdracht conform art. 3:84 lid 1 BW ontlelen hun argumenten in belangrijke mate aan de parlementaire geschiedenis waar frequent wordt verwezen naar art. 3:84 BW en andere goederenrechtelijke bepalingen.⁸⁸ Tegenstanders brengen hiertegen in dat dit op gespannen voet staat met de wijze waarop beurstransacties worden aangegaan en afgewikkeld.⁸⁹ Bovendien leidt art. 17 Wge niet tot een derivatieve verkrijging omdat, evenals bij de overboeking van giraal geld, de bijschrijving van effecten op de rekening van de zekerheidsnemer leidt tot het tenietgaan van het recht van de zekerheidsgever en het ontstaan van een nieuw recht van de zekerheidsnemer. Ten slotte is het ongewenst dat een overdracht op grond van art. 3:84 lid 3 BW ongeldig zou kunnen worden verklaard met het oog op de finaliteit van verrichte overboekingen. Schim betoogt om deze redenen dat er geen sprake is van overdracht, maar van een aan girale betaling analogische rechtsfiguur.⁹⁰

5.2.4 Zekerheid op girale activa naar Engels recht

5.2.4.1 BEPERKTE ZEKERHEIDSRECHTEN OP GIRALE ACTIVA

Het Engelse recht kent vier *security interests*: de *charge*, *mortgage*, *pledge* en *lien*.⁹¹ Wanneer het gaat om zekerheid op girale activa zijn alleen de twee eerstgenoemde zekerheidsrechten relevant aangezien een *pledge* en een *lien* zekerheidsrechten op uitsluitend zaken (*tangibles*) zijn, terwijl giraal geld en girale effecten vermogensrechten (*intangibles*) zijn.

De kenmerkende eigenschap van een *mortgage* is dat goederen worden overgedragen aan de zekerheidsnemer tot zekerheid (*security transfer of ownership*). De overdracht geschiedt onder de voorwaarde dat de zekerheidsgever recht-hebbende wordt wanneer hij de verzekerde verplichtingen heeft voldaan.⁹² Het recht van de zekerheidsgever (*mortgagor*) wordt de *equity of redemption* (of *right to redeem*) genoemd. Wanneer de zekerheidsgever de verzekerde verplichting voldoet, groeit zijn *equity of redemption* als het ware uit tot volledige eigendom; terugoverdracht van het goed is niet noodzakelijk. De *mortgagor* heeft daarmee een goederenrechtelijke aanspraak op de eventuele overwaarde die besloten ligt in het goed. Hij is dus niet blootgesteld aan een insolventierisico op de zekerheidsnemer.⁹³

Er zijn twee soorten *mortgage*: de *legal mortgage* en de *equitable mortgage*. Een *legal mortgage* kan alleen ontstaan wanneer aan de daarvoor voorgeschreven

⁸⁸ Zie bijvoorbeeld *Kamerstukken II* 1975-1976, 13 780, nrs. 1-4, p. 36-37. De voorstanders worden genoemd door Schim 2006, p. 134, voetnoot 17.

⁸⁹ Zie in het bijzonder Schim 2006, p. 135 e.v. Zie voor andere tegenstanders de door Schim 2006, p. 135, voetnoot 20 aangehaalde auteurs.

⁹⁰ Schim 2006, p. 129 e.v., in het bijzonder p. 139 e.v. Vgl. voor het Duitse recht Schlaegel 2008, p. 35.

⁹¹ Goode/Gullifer 2013, nr. 1.46.

⁹² Goode/Gullifer 2013, nr. 1.54.

⁹³ Beale e.a. 2012, nr. 6.02.

wettelijke vereisten wordt voldaan, een bestaand goed in zekerheid wordt gegeven en ten slotte de zekerheid aan de crediteur zelf wordt verschaft. Wanneer niet aan een (of meer) van de bovengenoemde vereisten is voldaan, ontstaat een *equitable mortgage*. Ook kan een *equitable mortgage* ontstaan wanneer er geen daadwerkelijke overdracht plaatsvindt van goederen, maar alleen een *agreement for transfer* wordt gesloten of een *declaration of trust* wordt afgegeven door de debiteur. Ten slotte ontstaat een *equitable mortgage* wanneer de debiteur zelf een *equitable* en geen *legal interest* met betrekking tot het goed heeft.⁹⁴

Een *charge* behelst in tegenstelling tot de *mortgage* geen overdracht tot zekerheid in *equity*, maar is een bezwaring (*incumbrance*) van het zekerheidsobject. In *National Provincial and Union Bank of England v Charnley* beschrijft Atkin L.J. de *charge* aldus:

‘(...) where in a transaction for value both parties evince an intention that property, existing or future, shall be made available as security for the payment of a debt, and that the creditor shall have a present right to have it made available, there is a charge (...)’.⁹⁵

In beginsel is voor de totstandkoming van een *charge* dus enkel een *intention*, een overeenkomst tussen de crediteur en de debiteur, vereist op grond waarvan de crediteur het recht heeft om zich te verhalen op een (of meerdere) goed(eren) teneinde een vordering op de debiteur te voldoen.

Dogmatisch onderscheidt een *mortgage* zich van een *charge* doordat de *mortgage* een overdracht tot zekerheid (in *equity*) behelst, terwijl een *charge* slechts een bezwaring van het goed is.⁹⁶ Praktische relevantie heeft het onderscheid tussen een *mortgage* en een *charge* in het geval dat een beperkt zekerheidsrecht wordt gevestigd ten behoeve van de *account provider*: het is niet zeker of een *mortgage* verleend kan worden ten behoeve van een crediteur op zijn eigen vordering, maar aangenomen wordt dat een *charge* wel gevestigd kan worden op een vordering die de crediteur op de debiteur zelf heeft (een zogenaamde *charge-back*).⁹⁷ Een beperkt zekerheidsrecht ten behoeve van de *account bank* of intermediair zal daarom de vorm van een *charge* hebben.

Voor zowel de *charge* als de *mortgage* kan registratie noodzakelijk zijn om het zekerheidsrecht werking jegens derden te geven. Dit ‘*perfection requirement*’ komt afzonderlijk in § 5.2.4.3 aan de orde. In de volgende paragraaf wordt eerst aangegeven op welke wijze een *charge* en een *mortgage* tot stand komen tussen partijen (*attachment*).

⁹⁴ Dit is bijvoorbeeld het geval wanneer de debiteur *beneficiary* is van een *trust*, zoals doorgaans het geval is bij girale effecten.

⁹⁵ Court of Appeal 15 november 1923, [1924] K.B. 431, p. 449.

⁹⁶ Om deze reden is iedere *equitable mortgage* een *charge*, maar niet iedere *charge* een *equitable mortgage*, zie Goode/Gullifer 2013, nr. 1.56.

⁹⁷ Goode/Gullifer 2013, nr. 1.44 en 1.54. Zie nader over *charge-backs* Goode/Gullifer 2013, nr. 3.12 en Beale e.a. 2012, nr. 3.71 en 6.23.

5.2.4.2 ATTACHMENT VAN EEN BEPERKT ZEKERHEIDSRECHT OP GIRALE ACTIVA

5.2.4.2.1 Giraal geld

Giraal geld wordt ook naar Engels recht gezien als een vordering op de *account bank*.⁹⁸ Het kan in zekerheid worden gegeven door middel van een *charge* of een *mortgage*. Zoals aangegeven, volstaat voor een *charge* in beginsel de wilsovereenstemming tussen de zekerheidsgever en de zekerheidsnemer. Om de positie van *chargee* met betrekking tot het girale geld te versterken, kan het geld worden overgeboekt naar de rekening van de zekerheidsnemer.⁹⁹ Dit gebeurt bijvoorbeeld wanneer een *charge* op giraal geld wordt gevestigd op grond van de ISDA Credit Support Deed die door Engels recht wordt beheerst. Art. 4 sub (b) onder (i) ISDA Credit Support Deed bepaalt dat het girale geld in zekerheid wordt gegeven ‘*by transfer into one or more bank accounts specified by the recipient*’.

Een *mortgage* op giraal geld kan op twee manieren tot stand komen: door *novation* of door *assignment*.¹⁰⁰ Een *mortgage by novation* van giraal geld ontstaat door overboeking van het girale saldo.¹⁰¹ Indien de *mortgagor* en de *mortgagee* een rekening aanhouden bij dezelfde bank, vindt *novation* plaats in de boeken van deze bank, namelijk door debitering van de rekening van *mortgagor* en creditering van de rekening van de *mortgagee*. Deze boekingen leiden tot een wisseling van schuldeisers: de vordering van de *mortgagor* op de bank gaat teniet, terwijl de *mortgagee* een vordering op de bank verkrijgt. *Novation* resulteert dus in een nieuwe vordering van de *mortgagee* op de debiteur van de *mortgagor*. Wanneer de *mortgagor* en de *mortgagee* bij verschillende banken een rekening aanhouden, vindt *novation* op een hoger niveau plaats, namelijk op het niveau van de administratie van de (centrale) bank waar de bank van de *mortgagor* en de bank van de *mortgagee* beide een rekening aanhouden. In dat geval komt er niet alleen een nieuwe schuldeiser in plaats van voormalige schuldeiser, maar is er ook een wisseling van schuldenaren: de bank van de schuldeiser neemt de plaats in van de bank van de schuldenaar.

Een *mortgage* kan ten tweede ontstaan door *assignment*. Er zijn twee te onderscheiden vormen van *assignment*: *legal assignment* en *equitable assignment*. Voor een *legal assignment* moet aan de eisen van section 136 van de Law of Property Act 1925 worden voldaan. Dat artikel schrijft een door de *assignor* ondertekende akte en schriftelijke mededeling van de *assignment* aan de debiteur van de vordering voor. Er ontstaat dan een *legal mortgage*. Aan *equitable assignment* worden minder strenge eisen gesteld dan aan *legal assignment*: voldoende is de intentie van de *mortgagor* om een goed (zoals giraal geld) over

⁹⁸ Vgl. Goode/Gullifer 2013, nr. 3.12 en Dalhuisen 2010-III, p. 331.

⁹⁹ Vgl. Goode/Gullifer 2013, nr. 2.04.

¹⁰⁰ Goode/Gullifer 2013, nr. 3.03 en 3.13.

¹⁰¹ Zie over het hiernavolgende Goode/Gullifer 2013, nr. 3.03.

te dragen.¹⁰² In de regel sluiten de *mortgagor* en *mortgagee* een *agreement for assignment*. Een andere manier om door *equitable assignment* een *mortgage* tot stand te brengen is het creëren van een trust. In een *declaration of trust* verklaart de *mortgagor* dat hij het goed onder trustverband zal houden voor de *mortgagee* zolang de verzekerde vordering niet is voldaan.¹⁰³ Er ontstaat in deze twee gevallen een *equitable mortgage*. Voor de totstandkoming van een *equitable mortgage* op een bestaand goed is op grond van section 53 lid 1 sub c Law of Property Act 1925 een door de zekerheidsgever ondertekende akte vereist.¹⁰⁴

Het verschil tussen *novation* en *assignment* is dat bij *assignment* de originele vordering behouden blijft en de *mortgagee* de positie van de *mortgagor* inneemt. Het gevolg hiervan is dat de *mortgagee* in zijn hoedanigheid als *assignee* zijn recht ‘*subject to equities available to the debtor*’ verkrijgt. Dit betekent onder meer dat indien de debiteur jegens de *assignor* een verrekeningsbevoegdheid toekomt, hij deze bevoegdheid ook kan uitoefenen na de *assignment* ten opzichte van de *assignee*, terwijl de zekerheidsnemer in het geval van een *mortgage by novation* daar geen rekening mee hoeft te houden.¹⁰⁵

5.2.4.2.2 Girale effecten

Girale effecten kunnen naar Engels recht in zekerheid worden gegeven door een *equitable mortgage* of een *charge*. Een *legal mortgage* ten aanzien van effecten is niet mogelijk omdat het recht van de belegger bij *intermediated securities* een *equitable interest* is.¹⁰⁶ Naar Engels recht houdt een intermediair effecten immers onder trustverband voor de belegger waarbij de intermediair hoger in de keten (zoals een CSD) de effecten weer onder trustverband houdt voor de intermediair van de belegger.¹⁰⁷

Een *equitable mortgage* op girale effecten kan op verschillende wijzen tot stand komen. Ten eerste door overboeking van de effecten op de rekening van de zekerheidsnemer (*mortgage by novation*). Een *equitable mortgage* kan ten tweede tot stand komen door *assignment*.¹⁰⁸ Voor *assignment* volstaat dat partijen overeenkomen dat de *mortgagee* recht heeft op betaling zodra hij de schuldenaar van de *mortgagor* – in casu de intermediair – mededeling doet van de *assignment* om zijn voorrang te behouden. Vaak wordt daarnaast ook mededeling aan de intermediair van de *assignment* gedaan. Dit is het gevolg van de regel uit *Dearle v Hall*: indien eenzelfde vordering twee keer wordt

102 Dit betekent dat wanneer niet aan de voorwaarden van art. 136 Law of Property Act 1925 wordt voldaan, een *equitable mortgage* tot stand komt, zie Beale e.a. 2012, nr. 6.07.

103 Een *trust* is dus geen zelfstandig zekerheidsrecht, maar een manier om een zekerheidsrecht tot stand te laten komen. Zie Goode/Gullifer 2013, nr. 1.57.

104 Dat artikel luidt: ‘*Subject to the provision hereinafter contained with respect to the creation of interests in land by parol (...) (c) a disposition of an equitable interest or trust subsisting at the time of the disposition, must be in writing signed by the person disposing of the same, or by his agent thereunto lawfully authorised in writing or by will.*’ Zie hierover Beale e.a. 2012, nr. 6.08.

105 Zie Goode/Gullifer 2013, nr. 3.03.

106 Zie Goode/Gullifer 2013 nr. 6.42 en tevens § 2.2.3.2.1.

107 Zie § 5.2.4.2.2 hierboven en Goode/Gullifer 2013 nr. 6.17. Zie tevens High Court of Justice Chancery Division 2 november 2012, [2012] EWHC (2997) 226 (*Re Lehman Brothers International (Europe) (in administration)*).

108 Zie over het hiernavolgende Goode/Gullifer 2013, nr. 6.42.

overgedragen door *assignment*, heeft de tweede *assignee* die mededeling doet van zijn *assignment*, voorrang, mits hij niet op de hoogte was van de voorgaande *assignment*.¹⁰⁹

Voor een *charge* op girale effecten volstaat een overeenkomst.¹¹⁰ Om te ontkomen aan het in de volgende paragraaf te bespreken registratievereiste, moet de *charge* gekwalificeerd kunnen worden als een *fixed charge*. Dit veronderstelt ‘controle’ (*control*) van het zekerheidsobject door de zekerheidsnemer over de effecten. Deze ‘controle’ kan op twee wijzen bereikt worden: door een overeenkomst met de intermediair dat de rekening enkel door de zekerheidsnemer beheerd kan worden of door effecten over te boeken op een aparte rekening die weliswaar op naam van de zekerheidsgever staat, maar waarover de zekerheidsgever niet kan beschikken.¹¹¹

Voor effecten die via CREST – een elektronisch systeem dat zorgt voor de afwikkeling van effectentransacties – verhandeld worden (zogenaamde *uncertificated securities*) gelden een aantal bijzondere regels.¹¹² Via CREST kunnen uitsluitend gedematerialiseerde effecten gehouden worden. Gedematerialiseerde effecten kunnen direct worden gehouden door een CREST-lid. Het CREST-lid houdt de effecten dan direct voor de uitgevende instelling. Beleggers die geen CREST-lid zijn, houden effecten indirect door middel van een CREST-lid.

Degene die gedematerialiseerde effecten door middel van een CREST-lid aanhoudt, heeft een *equitable interest*. Zekerheid daarop kan op dezelfde wijze gevestigd worden als hierboven omschreven voor *intermediated securities*.¹¹³ Effecten die direct bij CREST worden gehouden door een CREST-lid kunnen in zekerheid worden gegeven door overboeking van de effecten in de naam van de *mortgagee* in het CREST-register (*novation*).¹¹⁴ In dat geval ontstaat een *legal mortgage*. Wanneer de zekerheidsnemer geen lid is van CREST, kunnen de effecten op naam van zijn *nominee* gesteld worden. Op girale effecten die direct bij CREST worden aangehouden kan daarnaast een *fixed charge* worden gevestigd. Om te voorkomen dat de zekerheidsnemer zijn prioriteit verliest aan een verkrijger te goeder trouw, zou in theorie mededeling kunnen worden gedaan aan CREST. Echter, CREST accepteert geen *notices of assignment*. Om te voorkomen dat de zekerheidsgever de effecten aan een derde vervreemdt, kunnen de effecten worden overgeboekt naar een geblokkeerde rekening van de zekerheidsgever die een onderdeel vormt van zijn algemene effectenrekening (de zogenaamde escrowrekening) of kan de zekerheidsnemer worden benoemd tot

¹⁰⁹ Chancery Division 24 december 1828, 3 Russ 1 [1828].

¹¹⁰ Zie Goode/Gullifer 2013, nr. 6.42.

¹¹¹ Aldus Goode/Gullifer 2013, nr. 6.28.

¹¹² CREST heeft met de Uncertificated Securities Regulations 2001 (*SI* 2001/3755) een wettelijke basis gekregen.

¹¹³ Goode/Gullifer 2013, nr. 6.10, voetnoot 57. Zie uitgebreid over het onderstaande Beale e.a. 2012, nr. 3.23-3.26 en 6.05-6.11 en Goode/Gullifer 2013, nr. 6.41.

¹¹⁴ Zie reg 14 en 19 Uncertificated Securities Regulations 2001 die bepalen dat de *legal title* van effecten kan worden overgedragen door overboeking in het *Operating register* van een *Operator* van een relevant systeem. CREST is een *Operator* als bedoeld in dit artikel en dus constitueert de debitering van de effectenrekening van het ene CREST-lid en creditering van de effectenrekening van het andere CREST-lid een overdracht van de *legal title* van effecten, zie Beale e.a. 2012, nr. 6.05, voetnoot 32.

sponsor, hetgeen hem de bevoegdheid geeft om in naam van de zekerheidsgever te beschikken over de effecten.

5.2.4.3 PERFECTION VAN EEN MORTGAGE OF CHARGE OP GIRALE ACTIVA

Een *mortgage* of een *charge* dient in sommige gevallen geregistreerd te worden in een openbaar register. Dat is – voor zover hier relevant – het geval wanneer er sprake is van een ‘*charge over book debts*’ of een ‘*floating charge on the company’s property or undertaking*’ (art. 860 lid 7 onder f resp. onder g Companies Act 2006 (oud)). Een *charge* in de zin van de Companies Act 2006 omvat zowel een *charge* als een *mortgage*, zodat een *mortgage over book debts* eveneens geregistreerd moet worden.¹¹⁵ Het niet voldoen aan het registratievereiste leidt ertoe dat het zekerheidsrecht nietig is ten opzichte van de curator en eventuele schuldeisers van de onderneming.¹¹⁶ Wat dan overblijft, is een recht dat alleen werkt tegen de zekerheidsgever, wat betekent dat de zekerheidsnemer genoeg moet nemen met een verbintenisrechtelijke aanspraak bij insolventie van de zekerheidsgever.

Recent zijn de regels voor registratie van zekerheidsrechten gewijzigd. Vanaf 6 april 2013 dienen in beginsel *alle charges* en *mortgages* geregistreerd te worden (art. 859A Companies Act 2006). Een uitzondering wordt (onder meer) gemaakt voor financiële zekerheidsarrangementen (*financial collateral arrangements*).¹¹⁷ Hieronder wordt uitgegaan van de regels zoals deze golden vóór implementatie van de Collateral Richtlijn. Die regels schreven voor dat, zoals zojuist aan de orde kwam, (onder meer) een ‘*charge over book debts*’ en een ‘*floating charge on the company’s property or undertaking*’ geregistreerd dienden te worden.

‘*Book debts*’ kunnen als volgt omschreven worden:

*‘Book debts are (...) debts arising in the course of a business that would in the ordinary course of business be entered into the books of the business if the books were well kept.’*¹¹⁸

Geld op een bankrekening van een onderneming wordt, ondanks het feit dat de bank de schuldenaar van de onderneming is, in beginsel niet als *book debt* beschouwd omdat geld over het algemeen verkregen wordt als gevolg van de uitoefening van ondernemingsactiviteiten en niet tot de ondernemingsactiviteiten zelf behoort.¹¹⁹ Wanneer geld wordt gestort op een rekening als onderdeel van de bedrijfsuitoefening, bijvoorbeeld door een handelaar op de geldmarkt, kan er wel weer sprake zijn van een *book debt*.¹²⁰ Effecten die door middel van een intermediair worden gehouden worden zelf niet gezien als *book debts*. Evenmin

¹¹⁵ Art. 861 lid 5 Companies Act 2006 (oud).

¹¹⁶ Art. 874 lid 1 Companies Act 2006 (oud).

¹¹⁷ Zie voor een overzicht van de uitzonderingen Goode/Gullifer 2013, nr. 2.19.

¹¹⁸ Beale e.a. 2012, nr. 10.22. Zie ook Goode/Gullifer 2008, nr. 3.26.

¹¹⁹ Lord Hoffmann achtte het in *Re Bank of Credit and Commerce International SA (No 8)* (House of Lords 30 oktober 1997, [1998] AC 214, p. 227) onwaarschijnlijk dat een *charge* op giraal geld geregistreerd moest worden.

¹²⁰ Beale e.a. 2012, nr. 10.29 en Goode/Gullifer 2008, nr. 3.26.

wordt het vaststellen van dividend op deze effecten als een *book debt* gezien, omdat het dividend verschuldigd is aan de geregistreerde aandeelhouders en niet aan de intermediair van de aandeelhouder. Een uitzondering daarop vormt weer de situatie dat door de intermediair waar de effectenrekening wordt aangehouden rente, dividend of andere gelden worden ontvangen waardoor de intermediair schuldenaar van de belegger wordt. In dat geval zou een *charge* op die effecten kunnen kwalificeren als een *charge over book debts*.¹²¹ Vanwege die onzekerheid wordt ook een *charge* of *mortgage* op aandelen vaak geregistreerd.¹²²

Een *floating charge* is een generiek zekerheidsrecht op alle bestaande en toekomstige goederen van een onderneming waarbij de zekerheidsgever de macht over de bezwaarde goederen behoudt.¹²³ Indien een *charge* als *floating charge* kwalificeert, is registratie vereist. Een *fixed charge* hoeft in tegenstelling tot een *floating charge* (mits geen zekerheid wordt gevestigd op *book debts*) niet geregistreerd te worden. De hamvraag is dus wanneer een *charge* ‘fixed’ is en wanneer deze ‘floating’ is.

Het onderscheidende element is ‘control’: wanneer de controle over de in zekerheid gegeven objecten ligt bij de zekerheidsnemer is er sprake van een ‘fixed charge’, terwijl controle door de zekerheidsgever resulteert in een ‘floating charge’. In wezen komt het neer op de vraag of de zekerheidsgever kan beschikken over de in zekerheid gegeven goederen zonder toestemming van de zekerheidsnemer.¹²⁴ Dit betekent dat een *charge* op giraal geld waarbij de zekerheidsgever de vrije beschikking over het geld heeft, kwalificeert als een ‘floating charge’ en dus is onderworpen aan het registratievereiste. Het bovenstaande geldt *mutatis mutandis* voor effecten. Zo is er sprake van een *floating charge* op girale effecten wanneer de zekerheidsgever een recht van substitutie – dat is de bevoegdheid om effecten te vervangen door andere effecten met een gelijke waarde – is toegekend zonder dat de zekerheidsnemer voor iedere afzonderlijke substitutie toestemming hoeft te geven, omdat in dat geval de zekerheidsgever over de effecten kan beschikken.¹²⁵

5.2.4.4 OVERDRACHT TOT ZEKERHEID VAN GIRALE ACTIVA

Hierboven kwam aan de orde dat een *mortgage* een overdracht in *equity* is met als doel zekerheid te geven voor een vordering. Tegenover deze *security transfer of ownership* staat de *outright transfer* waarbij zowel *legal* als *beneficial ownership* (*full ownership*) overgedragen wordt.¹²⁶ Een voorbeeld van een

¹²¹ Beale e.a. 2012, nr. 10.29 en Goode/Gullifer 2008, nr. 3.26.

¹²² Goode/Gullifer 2008, nr. 3.26 en 6.21.

¹²³ Beale e.a. 2012, nr. 6.71 en Zwalve 2006, p. 568 en 570. Zie uitgebreid over de *floating charge* Goode/Gullifer 2008, hoofdstuk 4.

¹²⁴ House of Lords 30 juni 2005, [2005] 3 W.L.R. 58, p. 111 (*National Westminster Bank plc v Spectrum Plus Ltd*): ‘In my opinion, the essential characteristic of a floating charge, the characteristic that distinguishes it from a fixed charge, is that the asset subject to the charge is not finally appropriated as a security for the payment of the debt until the occurrence of some future event. In the meantime the chargor is left free to use the charged asset and to remove it from the security.’ (Lord Scott of Foscote). Zie ook Beale e.a. 2012, nr. 6.98.

¹²⁵ Aldus Beale e.a. 2012, nr. 6.120.

¹²⁶ Goode/Gullifer 2013, nr. 6.29. Zie over het verschil tussen beide uitgebreid Goode/Gullifer 2013, nr. 1.36.

outright transfer is een overdracht in het kader van een GMRA of GMSLA.¹²⁷ Het verschil tussen beide is dat de zekerheidsgever in het laatste geval geen *equity of redemption* heeft. De zekerheidsgever loopt dus een insolventierisico op de zekerheidsnemer.¹²⁸ Een ander verschil is dat een *outright transfer* niet onderworpen aan het registratievereiste – het is immers geen *mortgage* of *charge* –, terwijl een *mortgage* dat wel kan zijn.¹²⁹

De *outright transfer* van giraal geld vindt plaats door het girale geld over te boeken op een rekening van de zekerheidsnemer.¹³⁰ Bij effecten die direct worden gehouden worden door een CREST-lid vindt de overdracht plaats door wijziging van het CREST-register, terwijl de *outright transfer* van *intermediated securities* geschiedt door overboeking van de effecten op de rekening van de zekerheidsnemer (*novation*).¹³¹

5.2.5 Tussenconclusie

5.2.5.1 GIRAAL GELD

De vestiging van een pandrecht op giraal geld vindt naar Belgisch, Duits en Nederlands recht plaats volgens de algemene regels van het Burgerlijk Wetboek inzake verpanding van vorderingen. Giraal geld wordt namelijk gezien als een vordering op de bank waar de rekening wordt aangehouden.

Nederlands en Duits recht vereisen mededeling van de verpanding aan de *account bank* (art. 3:236 lid 2 jo. art. 3:94 lid 1 BW resp. § 1280 BGB). Anders dan het Duitse recht, vereist het Nederlandse recht bovendien een door de pandgever ondertekend geschrift (een onderhandse akte). Naar Nederlands recht is het eveneens mogelijk een stil pandrecht te vestigen. Daarvoor is een geregistreerde onderhandse akte of een authentieke akte vereist (art. 3:239 BW). Naar Belgisch recht is mededeling niet nodig om een pandrecht te vestigen dat bij faillissement van de zekerheidsgever aan concurrent crediteuren kan worden tegengeworpen; het sluiten van de pandovereenkomst tussen de pandgever en pandhouder volstaat daartoe (art. 2075 BBW). Wanneer er sprake is van een burgerlijk pand dient voor het bewijsbare bestaan van het pandrecht een authentieke of een geregistreerde onderhandse akte te worden opgemaakt die een omschrijving bevat van de verschuldigde som en van de in pand gegeven schuldvorderingen wanneer de verzekerde vordering en de waarde van het pand de waarde van € 375 te boven gaat (art. 2074 BBW).

Naar Engels recht kan een beperkt zekerheidsrecht op giraal geld gevestigd worden door overboeking (een *mortgage by novation*), een door de *assignor* ondertekende akte en schriftelijke mededeling van de *assignment* aan de debiteur van de vordering (*legal mortgage by assignment*), een *agreement for assignment*

¹²⁷ Zie Goode/Gullifer 2013, nr. 6.29. Zie tevens § 2.3.2.4.

¹²⁸ Zie Goode/Gullifer 2013, nr. 1.40.

¹²⁹ Zie Goode/Gullifer 2013, nr. 3.09.

¹³⁰ Zie Goode/Gullifer 2013, nr. 6.29.

¹³¹ *Idem*.

(een *equitable mortgage by assignment*) of een overeenkomst stekkende tot zekerheid (een *charge*).

Een in het oog springend verschil tussen het in dit onderzoek betrokken continentale recht enerzijds en het Engelse recht anderzijds is dat naar Engels recht *naast* de zojuist beschreven vereisten voor vestiging van een beperkt zekerheidsrecht op giraal geld registratie in een openbaar register vereist kan zijn teneinde de *charge* of *mortgage* op giraal geld bij insolventie van de zekerheidsgever tegen de curator en schuldeisers van de zekerheidsgever in te kunnen roepen. In de praktijk wordt dit als een tijdrovende en kostbare formaliteit gezien:

‘These formalities [registratie van het zekerheidsrecht, toevoeging JD] involve the completion of the so-called “prescribed particulars” (the form M395) and the delivery of those particulars with a fee to the Registrar of Companies. Where the security is complex (and particularly where the security document cross-refers to a number of other documents), this process can take a junior member of staff in a law firm several hours to complete. The form is then generally reviewed by a more senior member of staff.’¹³²

Anderzijds lijkt het Engelse recht flexibeler te zijn dan de continentale rechtstelsels. Naar Belgisch, Duits en Nederlands is het in beginsel niet mogelijk om een beperkt zekerheidsrecht (pandrecht) te vestigen op giraal geld waarbij tevens overboeking plaatsvindt omdat dit ertoe leidt dat de zekerheidsnemer recht-hebbende wordt. Naar Engels recht vormt de overboeking van giraal geld geen obstakel voor een beperkt zekerheidsrecht (*charge*) op giraal geld.¹³³ Overboeking in het kader van een *charge* vindt plaats in het kader van de ISDA Credit Support Deed. Art. 4 sub (b) onder (i) ISDA Credit Support Deed bepaalt dat het girale geld in zekerheid wordt gegeven ‘*by transfer into one or more bank accounts specified by the recipient*’.

Wat betreft de *overdracht* (tot zekerheid) van giraal geld zijn er veel overeenkomsten tussen de civil law-jurisdicties. De overdracht tot zekerheid van giraal geld kan zowel naar Belgisch, Duits en Nederlands recht *theoretisch* plaatsvinden door cessie van de vordering op de *account bank*.¹³⁴ In de praktijk vindt de overdracht echter plaats door overboeking, dat wil zeggen de debitering van de rekening van de zekerheidsgever en creditering van de rekening van de zekerheidsnemer. Naar Engels recht vindt een *outright transfer* van giraal geld eveneens plaats door overboeking.

¹³² City of London Law Society Financial Law Committee, ‘Directive on Financial Collateral Arrangements: Replies to Questionnaire of February 2006 to the Private Sector from the European Commission for the Drafting of the Evaluation Report’, 2006, p. 5, beschikbaar via: http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/collateral/2006-consultation/city_of_london_en.pdf.

¹³³ Zie § 5.2.4.2.1.

¹³⁴ Naar Nederlands recht bestaat daarbij het risico dat er geen geldige titel bestaat voor die overdracht vanwege het in art. 3:84 lid 3 BW bepaalde. Zie over daarover nader § 8.4.3.

5.2.5.2 GIRALE EFFECTEN

Girale effecten kunnen naar zowel Belgisch, Duits en Nederlands recht worden verpand door overboeking van de effecten naar de rekening van de pandhouder of, eventueel, blokkering van de effectenrekening van de zekerheidsgever. De overdracht tot zekerheid van effecten vindt plaats door overboeking van de effecten op de rekening van de zekerheidsnemer. Geen van deze drie rechtsstelsels vereist een nadere handeling voor het in zekerheid geven van effecten.

Naar Engels recht kunnen *intermediated securities* in zekerheid worden gegeven door overboeking (een *mortgage by novation*), *equitable assignment* (waarbij vaak mededeling zal worden gedaan aan de intermediair van de *assignment*) of een *charge* (waarvoor het enkele sluiten van de overeenkomst strekkende tot zekerheid volstaat). Het beperkte zekerheidsrecht op girale effecten kan echter onderworpen zijn aan een *perfection requirement*, namelijk het registratievereiste. Dit is (onder meer) het geval wanneer de *mortgage* of *charge* kwalificeert als een *charge on book debts* of een *floating charge*, bijvoorbeeld omdat de zekerheidsgever een recht van substitutie is toegekend zonder dat de zekerheidsnemer voor iedere afzonderlijke substitutie toestemming hoeft te geven.

5.3 Het verbod op formaliteiten

De Collateral Richtlijn verbiedt de lidstaten om formaliteiten te verbinden aan het in zekerheid geven van girale activa. Dit verbod op formaliteiten is neergelegd in art. 3 lid 1 Collateral Richtlijn, dat luidt:

‘De lidstaten vereisen niet dat het bestaan, de geldigheid, derdenwerking, afdwingbaarheid of toelaatbaarheid als bewijs van een financiëlezekerheidsovereenkomst of de verschaffing van als zekerheid verschaft financiële activa uit hoofde van een financiëlezekerheidsovereenkomst afhangt van het vervullen van enige formaliteit.’

Het doel van deze bepaling is het in zekerheid geven van girale activa te vereenvoudigen door formaliteiten tot een minimum te beperken. Voor de volledigheid wordt opgemerkt dat lidstaten op grond van art. 3 lid 1 Collateral Richtlijn zowel verplicht zijn om geen formaliteiten te verbinden aan de vestiging van een beperkt zekerheidsrecht op als aan de overdracht tot zekerheid van girale activa.

Welke formaliteiten de Europese wetgever op het oog heeft gehad bij het opstellen van art. 3 Collateral Richtlijn, blijkt uit de tiende overweging van de considerans. Hieruit volgt dat onder formaliteiten in de zin van art. 3 Collateral Richtlijn in ieder geval moeten worden begrepen:

- (i) het verlijden van enigerlei akte, in een bepaalde vorm of op een bepaalde wijze;
- (ii) de inschrijving bij een officiële instantie of overheidsinstantie of in een openbaar register;

- (iii) de bekendmaking in een dagblad, in een officieel register of publicatieblad, of op enigerlei andere wijze;
- (iv) de kennisgeving aan een overheidsfunctionaris; en
- (v) de bewijsoverlevering in een bepaalde vorm van de datum van het verlijden van een akte of document, van de omvang van de betrokken financiële verplichtingen of van enigerlei andere aangelegenheid.¹³⁵

Uit overweging 10 van de considerans blijkt daarnaast dat handelingen die het nationale recht voorschrijft als vereiste voor het in zekerheid geven van andere 'financiële instrumenten dan giraal overdraagbare effecten', niet worden beschouwd als door de richtlijn verboden formaliteiten. Als voorbeelden worden gegeven het vereiste van endossement in geval van effecten aan order en inschrijving in een register in het geval van effecten op naam. Levering van het toonderpapier voor het in zekerheid geven van effecten aan toonder is evenmin een in de zin van art. 3 Collateral Richtlijn verboden formaliteit. Dit kan worden afgeleid uit de Ontwerprichtlijn¹³⁶ en de Toelichting EC,¹³⁷ waarin de levering van het toonderpapier expliciet als vereiste voor het in zekerheid geven daarvan wordt genoemd en dus toelaatbaar moet worden geacht.

Het controlevereiste, bepaalbaarheidsvereiste en het schriftelijkheidsvereiste¹³⁸ zijn *geen* formaliteiten in de zin van art. 3 Collateral Richtlijn. Wat betreft het controlevereiste en het schriftelijkheidsvereiste blijkt dit expliciet uit art. 3 lid 2 Collateral Richtlijn:

'Lid 1 doet geen afbreuk aan het feit dat deze richtlijn pas van toepassing is op als zekerheid verschaft financiële activa, vanaf de verschaffing en indien die verschaffing met schriftelijke bewijsstukken kan worden aangetoond en wanneer de financiële zekerheidsovereenkomst schriftelijk of op juridisch gelijkwaardige wijze kan worden aangetoond.'

Het bepaalbaarheidsvereiste wordt niet in art. 3 lid 2 Collateral Richtlijn genoemd. Daaruit kan mijns inziens niet (a contrario) worden afgeleid dat het bepaalbaarheidsvereiste dus een formaliteit is die art. 3 Collateral Richtlijn verbiedt. Waarschijnlijker is dat het bepaalbaarheidsvereiste hier niet wordt genoemd omdat het een vereiste is dat noodzakelijk is om vast te kunnen stellen welke objecten in zekerheid worden gegeven en daarom niet als een verboden formaliteit wordt gezien.

5.4 Implementatie van het verbod op formaliteiten

5.4.1 Belgisch recht

In § 5.2.1 kwam aan de orde dat wanneer bij een burgerlijk pand op giraal geld de verzekerde vordering en de waarde van het pandobject de waarde van € 375 te

¹³⁵ In de Ontwerprichtlijn was deze tekst opgenomen in de richtlijn zelf, zie art. 4 lid 2 Ontwerprichtlijn.

¹³⁶ Zie overweging 6 van de considerans van de Ontwerprichtlijn en art. 2 lid 3 sub f Ontwerprichtlijn.

¹³⁷ Toelichting EC, p. 5.

¹³⁸ Zie daarover § 4.3.1.6 resp. § 4.3.1.5.

boven gaat voor het bewijsbare bestaan van het pandrecht ofwel een authentieke akte, ofwel een geregistreerde onderhandse akte moet worden opgemaakt die een omschrijving bevat van de verschuldigde som en van de in pand gegeven schuldvorderingen (art. 2074 BBW). De Belgische wetgever ziet dit terecht als een formaliteit die tegen art. 3 Collateral Richtlijn indruist. Art. 7, § 1 WFZ verklaart deze formaliteit buiten toepassing voor financiëlezekerheidsarrangementen die onder de werkingssfeer van de WFZ vallen:

‘De verplichtingen waarvan sprake in de artikelen 1328 en 2074 van het Burgerlijk Wetboek zijn niet van toepassing op het burgerlijk pand als bedoeld in artikel 4.’

Aangezien voor de vestiging van een pand op gedematerialiseerde effecten of op effecten die onder het toepassingsbereik vallen van het KB nr. 62, specifieke regels gelden waarbij het onderscheid tussen een burgerlijk pand en een handelspand geen rol meer speelt (en dus art. 2074 BBW niet van toepassing is), is voor dergelijke effecten ‘geen wetswijziging nodig om de vereisten inzake de vestiging van een pand af te zwakken’.¹³⁹

Voor het bewijs van ‘zakelijke-zekerheidsovereenkomsten’ is een bijzondere regeling opgenomen in art. 6 WFZ.¹⁴⁰ Dat artikel luidt als volgt:

‘Het sluiten van de in artikel 4 bedoelde zakelijke-zekerheidsovereenkomsten moet schriftelijk worden bewezen, inclusief op elektronische wijze en op elke andere duurzame drager, of via alle rechtsmiddelen die in commerciële aangelegenheden zijn toegestaan. Dit geldt eveneens voor de identificatie van de activa waarop de zakelijke-zekerheidsovereenkomst betrekking heeft en, wat de financiële instrumenten betreft, voor hun verschaffing.’

Voor een burgerlijk pand op giraal geld dat onder de reikwijdte van de WFZ valt, geldt dus niet het vereiste van een authentieke of een geregistreerde onderhandse akte voor het leveren van bewijs door getuigen van een burgerlijk pand zoals neergelegd in art. 1341 BBW.¹⁴¹ Het bewijs van de ‘zekerheidsovereenkomst’ kan schriftelijk of op een vergelijkbare wijze worden geleverd.

5.4.2 Duits recht

De Duitse wetgever stelt zich op het standpunt dat het Duitse recht geen door de Collateral Richtlijn verboden formaliteiten verbindt aan het in zekerheid geven van girale activa: het verschaffen van girale activa als zekerheid is niet afhankelijk van de registratie in een openbaar register, noch van de mededeling aan een officiële instantie of overheidsinstantie noch dienen enige andere vormvoorschriften in acht te worden genomen.¹⁴²

De vraag rijst of de mededeling aan de *account bank* die naar Duits recht – en overigens ook naar Nederlands recht – vereist is voor de vestiging van een

¹³⁹ Parl. St. Kamer, 2004-2005, nr. 1407/001, p. 37.

¹⁴⁰ Zie over deze bewijsregeling: Sagaert & Seeldrayers 2006, nr. 19.

¹⁴¹ Zie ook Sagaert & Seeldrayers 2006, nr. 19.

¹⁴² BT-Drucks 15/1853, p. 11.

pandrecht op giraal geld, een formaliteit in de zin van art. 3 Collateral Richtlijn is. Volgens de *Begründung* bij de Duitse implementatiewetgeving volgt uit overweging 10 van de considerans dat de *Drittschuldneranzeige* op grond van § 1280 BGB geen formaliteit in de zin van de Collateral Richtlijn is.¹⁴³ Dat is mijns inziens onjuist: mededeling is wel degelijk een formaliteit in de zin van art. 3 Collateral Richtlijn. Dat kan worden afgeleid uit art. 3 lid 1, tweede alinea Collateral Richtlijn dat mededeling in het kader van het in zekerheid geven van kredietvorderingen expliciet aanduidt als een formaliteit.¹⁴⁴ Desalniettemin ben ik van mening dat mededeling is toegelaten indien dit een manier is om giraal geld ‘in het bezit of onder de controle van de zekerheidsnemer’ te brengen. Of dat het geval is, komt aan de orde in het volgende hoofdstuk. Indien die vraag bevestigend kan worden beantwoord, is mededeling aan de *account bank* een op grond van art. 3 lid 2 Collateral Richtlijn toegestane formaliteit.

5.4.3 *Nederlands recht*

Uit § 5.2.3.1 bleek dat naar Nederlands recht een pandrecht op giraal geld tot stand komt door ofwel een door de pandgever ondertekende akte en mededeling aan de *account bank*, ofwel registratie van een dergelijke akte of het opmaken van een authentieke akte zonder dat mededeling aan de *account bank* is vereist. Voor de vestiging van een pandrecht op girale effecten is bijschrijving ten name van de pandhouder in de administratie van de intermediair vereist indien de zekerheidsnemer een ander dan de intermediair is.

De vereisten die het Nederlandse recht stelt aan de totstandkoming van een pandrecht op giraal geld – ondertekening van de akte, registratie daarvan en het vereiste van een authentieke akte – zijn formaliteiten die door art. 3 Collateral Richtlijn verboden zijn. Wat betreft het vereiste van registratie en een authentieke akte volgt dit uit de tiende overweging van de considerans, die met zoveel woorden zowel het verlijden van enigerlei akte, in een bepaalde vorm of op een bepaalde wijze als de kennisgeving aan een overheidsfunctionaris, verbiedt. Het vereiste van een *ondertekende* akte was in het ontwerp van de Europese Commissie oorspronkelijk opgenomen als vereiste voor de totstandkoming van een financieelzekerheidsarrangement,¹⁴⁵ maar is door een amendement van het Europees Parlement uitdrukkelijk terzijde geschoven vanwege het feit dat sommige lidstaten dit vereiste enige tijd geleden juist hebben afgeschaft en het daarom ‘een stap in de verkeerde richting’ zou zijn.¹⁴⁶ Het is dus niet de bedoeling dat een lidstaat ondertekening van een akte vereist voor het in zekerheid geven van girale activa.

143 BT-Drucks 15/1853, p. 11. Dit wordt tevens – zonder nadere onderbouwing – betwist door Von Wilmsowski 2009, § 75, nr. 44.

144 Vgl. in dat verband ook het ISDA-rapport, p. 2: ‘*cumbersome formalities such as registration, notification, filing and similar requirements should be abolished*’ [onderstreping JD].

145 Zie art. 2 lid 2 Ontwerprichtlijn.

146 Eerste Lezing Europees Parlement, p. 18. Zie tevens p. 6: ‘Aangezien financiële zekerheidsovereenkomsten voortaan kunnen worden gesloten zonder dat er sprake is van een formeel schriftelijke en ondertekende overeenkomst, volstaat de vereiste [sic] dat de financiële zekerheid wordt verstrekt door de zekerheidsverschaffer (in die zin dat deze “verstrekking” wordt gedefinieerd in een nieuw artikel 3, lid 1 bis) en op voorwaarde dat zij schriftelijk kan worden aangetoond.’

De Minister meent echter dat het in zekerheid geven van girale activa naar Nederlands recht vormvrij kan geschieden en dat om deze reden het Nederlandse recht op dit punt geen wijziging behoeft:

‘Voor zover effecten giraal overdraagbaar zijn, vindt levering plaats door een administratieve handeling, het bijschrijven of afschrijven van de effecten van een effectenrekening (artikel 17 van de Wet giraal effectenverkeer). De verpanding van de bedoelde effecten vindt op overeenkomstige wijze plaats. Voor zover de overdracht of verpanding van andere – op de kapitaalmarkt verhandelbare – effecten betreft, gelden uitsluitend leveringsformaliteiten die noodzakelijk zijn voor de aantoonbaarheid van de rechtshandeling (art. 3:93-94 BW). Er gelden geen aanvullende formaliteiten die in het kader van de Richtlijn onacceptabel zijn. Voor zover geld op een rekening wordt geadministreerd, levert de administratie van de instelling bewijs van het te vorderen bedrag. Ook ten aanzien van de overdracht of verpanding van dergelijke gelden zijn er geen met de Richtlijn onverenigbare formaliteiten.’¹⁴⁷

Voor zover de bijschrijving moet worden beschouwd als een wijze om de effecten ‘in het bezit of onder de controle van de zekerheidsnemer’ te brengen, deel ik het standpunt van de Minister dat het Nederlandse recht aan de verpanding van effecten geen door de richtlijn verboden formaliteiten verbindt. Wat betreft de verpanding van giraal geld gaat de Minister ervan uit dat alleen een openbaar pandrecht onder het toepassingsbereik van de Collateral Richtlijn kan vallen. Deze conclusie trekt de Minister op basis van het feit dat ‘bezit of controle’ van het girale geld door de pandhouder is vereist.¹⁴⁸ Zodoende komt hij niet toe aan de vraag of het vereiste van een authentieke akte of een geregistreerde onderhandse akte niet van toepassing zouden moeten worden verklaard op een financieelzekerheidsarrangement. De voor het openbare pandrecht noodzakelijke akte en mededeling aan de *account bank* ziet de wetgever in ieder geval niet als door de richtlijn verboden formaliteiten.¹⁴⁹ Hoewel ik mij kan vinden in het standpunt dat mededeling toegelaten is indien het een manier is om giraal geld onder de controle van de zekerheidsnemer te brengen¹⁵⁰ en ook het vereiste van een schriftelijk stuk naar mijn mening door de beugel kan (omdat de Collateral Richtlijn zelf vereist dat het financieelzekerheidsarrangement met schriftelijke bewijsstukken kan worden aangetoond),¹⁵¹ ziet de wetgever over het hoofd dat het vereiste van ondertekening van een akte *wel* een in de zin van art. 3 Collateral Richtlijn verboden formaliteit is. In dit opzicht is de richtlijn dus onjuist geïmplementeerd in het Nederlandse recht.¹⁵²

5.4.4 Engels recht

Het Engelse recht vereist naast *attachment* in sommige gevallen ook registratie van het beperkte zekerheidsrecht in een openbaar register om het zekerheidsrecht

¹⁴⁷ *Kamerstukken II* 2002/03, 28 874, nr. 3, p. 5.

¹⁴⁸ *Kamerstukken II* 2004/05, 28 874, C, p. 2. Zie hierover nader § 6.3.3.

¹⁴⁹ *Kamerstukken I* 2004/05, 28 874, E, p. 6. Zie ook *Kamerstukken II* 2009/10, 32 457, nr. 3, p. 11.

¹⁵⁰ Zie daarover § 5.4.2 en hoofdstuk 6 hierna.

¹⁵¹ Art. 1 lid 5, eerste zin Collateral Richtlijn. Zie over het schriftelijkheidsvereiste § 4.3.1.6. Evenals art. 2 lid 3 Collateral Richtlijn voorziet het Nederlandse recht in de mogelijkheid van een ‘digitale akte’ (art. 156a Rv).

¹⁵² In dezelfde zin Wibier 2009, p. 395.

tegenwerpelijk aan derden te maken.¹⁵³ Dat dit een in de zin van art. 3 Collateral Richtlijn verboden formaliteit is, blijkt expliciet uit de tiende overweging van de considerans. De Engelse wetgever heeft dit vereiste dan ook niet van toepassing verklaard op een *financial collateral arrangement* zoals gedefinieerd in reg 3 FCAR (reg 4(4) FCAR).

Dit geldt ook voor de formaliteiten die in § 5.2.4.2 de revue zijn gepasseerd. Reg 4(3) FCAR bepaalt dat section 136 van de Law of Property Act 1925 niet van toepassing is op een *financial collateral arrangement* voor zover het het schriftelijkheidsvereiste en het vereiste van ondertekening door de zekerheidsgever betreft. Schriftelijke mededeling van de *assignment* aan de debiteur van de vordering is daarentegen nog steeds vereist. Zoals hierboven aan de orde kwam, is mededeling toegelaten indien het een manier is om giraal geld 'in het bezit of onder de controle van de zekerheidsnemer' te brengen. Aangezien de Collateral Richtlijn voorschrijft dat het financieelzekerheidsarrangement met schriftelijke bewijsstukken moet kunnen worden aangetoond,¹⁵⁴ lijkt ook het vereiste van een schriftelijke mededeling door de beugel te kunnen. Ook het in section 53 lid 1 sub c Law of Property Act neergelegde vereiste van een door de zekerheidsgever ondertekende akte voor de totstandkoming van een *equitable mortgage* op een bestaand goed is niet van toepassing verklaard met betrekking tot *financial collateral arrangements*, zie reg 4(2) FCAR. Ten slotte wordt section 4 Statute of Frauds 1677 – dat voor een garantie een door de zekerheidsgever ondertekende akte vereist – buiten werking gesteld door reg 4(1) FCAR. Onduidelijk is echter in welke gevallen dit artikel van toepassing zou kunnen zijn op een *financial collateral arrangement*. Een garantie is immers een vorm van persoonlijke zekerheid, terwijl de Collateral Richtlijn alleen betrekking heeft op goederenrechtelijke zekerheid.¹⁵⁵

5.5 Conclusie

Het doel van het formaliteitenverbod is het in zekerheid geven van girale activa te vereenvoudigen door formaliteiten die het nationale recht verbindt aan het in zekerheid geven van girale activa tot een minimum te beperken. Daartoe verbiedt art. 3 lid 1 Collateral Richtlijn dat 'het bestaan, de geldigheid, derdenwerking, afdwingbaarheid of toelaatbaarheid als bewijs van een financiëlezekerheidsovereenkomst of de verschaffing van als zekerheid verschaft financiële activa uit hoofde van een financiëlezekerheidsovereenkomst afhangt van het vervullen van enige formaliteit'.

Uit de tiende overweging van de considerans kan worden afgeleid wat met 'formaliteiten' wordt bedoeld. Daaronder moeten in het bijzonder registratievereisten en vormvereisten, zoals het verlijden van een notariële akte of het verkrijgen van een vaste datum, bijvoorbeeld door registratie van een akte,

¹⁵³ Zie § 5.2.4.3.

¹⁵⁴ Zie § 4.3.1.6.

¹⁵⁵ Zie § 2.2.1 en Goode/Gullifer 2013, nr. 6.26.

begrepen worden. De eis van een *ondertekend* geschrift is evenmin toegestaan. Aangezien dit vereiste naar Nederlands recht nog steeds geldt voor een financieelzekerheidsarrangement tot vestiging van een pandrecht op giraal geld, is de Collateral Richtlijn in dit opzicht verkeerd geïmplementeerd in het Nederlandse recht.

Geconcludeerd kan dus worden dat de in dit onderzoek betrokken continentale rechtsstelsels nauwelijks formaliteiten verbinden aan het in zekerheid geven van girale activa.¹⁵⁶ Dit is opmerkelijk omdat de Collateral Richtlijn juist veronderstelt dat het nationale recht ‘omslachtige formaliteiten’ verbindt aan het in zekerheid geven van girale activa. Dit geldt niet voor het Engelse recht dat wel een ‘omslachtige formaliteit’ vereist voor het in zekerheid geven van girale activa. Naar Engels recht is een beperkt zekerheidsrecht op girale effecten mogelijk onderworpen aan een *perfection requirement*, namelijk registratie van het beperkte zekerheidsrecht in een openbaar register. Dit is het geval wanneer de *mortgage* of *charge* kwalificeert als een *charge on book debts* of als er sprake is van een *floating charge*.¹⁵⁷ Art. 3 Collateral Richtlijn lijkt daarmee vooral een oplossing te bieden voor een Engelsrechtelijk probleem, namelijk de toepassing van dit *perfection requirement* op het in zekerheid geven van girale activa.

156 Andere continentale jurisdicties die niet in dit onderzoek zijn betrokken kunnen uiteraard wel formaliteiten verbinden aan het in zekerheid geven van girale activa. Zo vereist het Spaanse recht een notariële akte voor een pandrecht op girale activa (art. 1865 van het Spaanse Burgerlijk Wetboek). Deze praktijk schijnt, tegen de verwachting in, in Spanje te zijn gehandhaafd na implementatie van de Collateral Richtlijn, zie Carrasco 2012.

157 Na de wijziging van de Companies Act 2006 in 2013 dient iedere *charge* of *mortgage* geregistreerd te worden, tenzij een beroep kan worden gedaan op een wettelijke uitzondering, zie § 5.2.4.3.

6 | Het controlevereiste

6.1 Inleiding

In het vorige hoofdstuk is een beeld geschetst van de vereisten die het Belgische, Duitse, Nederlandse en Engelse recht stellen aan het in zekerheid geven van girale activa. Geconcludeerd werd dat het voornaamste effect van implementatie van art. 3 Collateral Richtlijn is dat het Engelse recht het registratievereiste niet van toepassing verklaart op financiëlezekerheidsarrangementen tot vestiging van een beperkt zekerheidsrecht. Daarnaast bleek uit het vorige hoofdstuk dat sommige jurisdicties voor zekerheid op girale activa vereisen dat mededeling wordt gedaan van die zekerheidsstelling aan de *account provider* of vereisen dat overboeking van de effecten naar de rekening van de zekerheidsnemer dan wel blokkering van de effectenrekening van de zekerheidsgever plaatsvindt. De vraag of dergelijke handelingen zijn toegelaten omdat zij kunnen worden beschouwd als een wijze om de effecten ‘in het bezit of onder de controle’ van de zekerheidsnemer te brengen (hierna: ‘het controlevereiste’), is in het vorige hoofdstuk echter opengelaten. Deze vraag en andere vragen met betrekking tot het controlevereiste komen in dit hoofdstuk aan bod.

Het hoofdstuk is als volgt ingedeeld. In § 6.2 wordt aandacht besteed aan het controlevereiste zelf. Vervolgens komt de implementatie van het controlevereiste in het Belgische, Duitse, Nederlandse en Engelse recht aan de orde (§ 6.3). Daaruit blijkt dat het controlevereiste – evenals vergelijkbare nationale concepten zoals ‘bezit’, ‘macht’ en ‘control’ – grofweg op twee wijzen wordt (worden) geïnterpreteerd. In § 6.4 wordt nader ingegaan op de vraag wat richtlijnconforme interpretatie van het controlevereiste inhoudt. In die paragraaf wordt een vergelijking gemaakt met het vereiste van ‘control’ in de Amerikaanse *Uniform Commercial Code*. Het hoofdstuk wordt afgesloten met een conclusie (§ 6.5).

6.2 Het controlevereiste

6.2.1 Het controlevereiste in de (ontwerp-)Collateral Richtlijn

Het controlevereiste is neergelegd in art. 1 lid 5 Collateral Richtlijn. Dat artikel bepaalt dat de richtlijn pas van toepassing is ‘zodra de financiële activa als zekerheid zijn verschaft en op voorwaarde dat zulks met schriftelijke bewijsstukken kan worden aangetoond’. Uit art. 2 lid 2, eerste zin Collateral Richtlijn blijkt dat het woord ‘verschaffen’ in de context van de Collateral Richtlijn een bijzondere betekenis toekomt:

‘Verwijzingen in deze richtlijn naar het “verschaffen” of de “verschaffing” als zekerheid van financiële activa hebben betrekking op een situatie waarin de als zekerheid verschaft financiële activa daadwerkelijk worden geleverd, overgedragen, gehouden, ingeschreven in een register of anderszinds gekwalificeerd, zodat zij in het bezit of onder de controle komen van de zekerheidsnemer of een persoon die namens de zekerheidsnemer optreedt.’

Kort samengevat dienen de girale activa ‘in het bezit of onder de controle’ te komen van de zekerheidsnemer of een derde. Volgens overweging 9 van de considerans ‘kan de nationale wetgeving met betrekking tot de financiële zekerheid aan de partijen alleen als geldigheidsvoorwaarden voorschrijven dat deze zekerheid onder de controle komen [sic] van de zekerheidsnemer of een persoon die namens de zekerheidsnemer optreedt’. Het controlevereiste is dus, naast het schriftelijkheidsvereiste, het *enige* vereiste dat het nationale recht mag verbinden aan het in zekerheid geven van girale activa.

Er bestaat aldus een samenhang tussen het formaliteitenverbod enerzijds en het controlevereiste anderzijds. Art. 3 lid 1 Collateral Richtlijn verbiedt aan de ene kant in beginsel iedere formaliteit met betrekking tot het in zekerheid geven van girale activa. Aan de andere kant vereist art. 1 lid 5 jo. art. 2 lid 2 Collateral Richtlijn dat de girale activa als zekerheid worden ‘verschafft’. Art. 3 lid 2 Collateral Richtlijn stelt buiten twijfel dat de ‘verschaffing’ geen in de zin van art. 3 lid 1 Collateral Richtlijn *verboden* formaliteit is:

‘[Art. 3] lid 1 doet geen afbreuk aan het feit dat deze richtlijn pas van toepassing is op als zekerheid verschaft financiële activa, vanaf de verschaffing (...).’

Centraal in art. 2 lid 2, eerste zin Collateral Richtlijn staat het beoogde gevolg: de girale activa moeten in het bezit of onder de controle komen van de zekerheidsnemer of een persoon die namens de zekerheidsnemer optreedt. Het artikel geeft een aantal voorbeelden van handelingen die (kunnen) leiden tot ‘bezit of controle’ van de girale activa, namelijk het ‘leveren’, ‘overdragen’, ‘houden’, ‘inschrijven in een register’ of ‘anderszins kwalificeren’ van girale activa. Uit de Duitse tekst blijkt dat ook de overboeking van effecten kan leiden tot ‘bezit of controle’:

“Bestellung” bzw. “bestellt” im Sinne dieser Richtlinie bedeutet, dass dem Sicherungsnehmer oder seinem Vertreter eine Finanzsicherheit geliefert oder im Wege des Effektingiros gutgeschrieben wurde oder ihnen auf sonstige Weise der Besitz oder die Kontrolle daran verschafft wurde, sofern er den Besitz oder die Kontrolle nicht bereits innehatte.’ [Onderstreping JD]

Uit art. 2 lid 2, tweede zin Collateral Richtlijn blijkt daarnaast dat een recht op substitutie en restitutie van de overwaarde¹ niet aan ‘bezit of controle’ door de zekerheidsnemer in de weg staat:

‘Een eventueel recht op vervanging van de als zekerheid verschaft financiële activa, recht op restitutie van de overwaarde van als zekerheid verschaft financiële activa ten gunste van de

¹ Zie over de vraag wat substitutie en restitutie van de overwaarde inhouden, § 3.4 sub (v).

zekerheidsverschaffer (...), doet geen afbreuk aan het feit dat de financiële activa als zekerheid zijn verschaft aan de zekerheidsnemer zoals bedoeld in deze richtlijn.'

In haar oorspronkelijke vorm bevatte de Collateral Richtlijn (hierna: 'de Ontwerprichtlijn') een gedetailleerdere beschrijving van de handelingen die verricht moesten worden om 'bezit of controle' van de girale activa te verschaffen. De Ontwerprichtlijn schreef naar gelang het zekerheidsobject (geld, effecten aan toonder of girale effecten) en de wijze van zekerheidsstelling (overdracht tot zekerheid of vestiging van een beperkt zekerheidsrecht) voor welke handelingen verricht moesten worden voor toepasselijkheid van de Ontwerprichtlijn. Hoewel deze voorschriften niet zijn gehandhaafd in de uiteindelijke versie van de Collateral Richtlijn, blijkt uit de Motivering van de Raad dat het huidige art. 2 lid 2 Collateral Richtlijn moet worden gezien als de opvolger van het hierna te bespreken art. 2 lid 3 sub c tot en met g en lid 5 Ontwerprichtlijn.² Mijns inziens is het zinvol om de ontwerpregeling op dit punt nader te bezien omdat zij een indicatie geeft van hetgeen de opstellers van de richtlijn oorspronkelijk voor ogen stond bij het controlevereiste.

Volgens art. 2 lid 3 sub c Ontwerprichtlijn is voor de overdracht tot zekerheid van giraal geld vereist dat het wordt 'gedeponeerd bij of overgedragen aan' de zekerheidsnemer of een derde. Dezelfde handeling wordt voorgeschreven voor het vestigen van een beperkt zekerheidsrecht op giraal geld (art. 2 lid 3 sub d Ontwerprichtlijn). Gaat het om zekerheid op effecten aan toonder, dan is levering van het toonderpapier vereist (art. 2 lid 3 sub e Ontwerprichtlijn). Conform art. 2 lid 3 sub g Ontwerprichtlijn is voor de overdracht tot zekerheid van girale effecten vereist dat zij worden overgeboekt op een rekening op naam van de zekerheidsnemer of op een rekening op naam van een andere persoon die door de zekerheidsnemer is aangewezen. Voor een beperkt zekerheidsrecht op girale effecten bestaat de mogelijkheid dat (i) de effecten worden overgeboekt op 'een rekening voor het aanhouden van zekerheden in de vorm van effecten' of (ii) deze worden 'aangehouden en gekwalificeerd om aan te geven dat de effecten voor rekening van de zekerheidsverschaffer worden aangehouden maar onder de financiële zekerheidsovereenkomst in de vorm van een zakelijk zekerheidsrecht vallen'.³ Voor een beperkt zekerheidsrecht op effecten is dus vereist dat de effecten worden overgeboekt of dat de effecten op de rekening van de zekerheidsgever worden gekwalificeerd als 'zekerheid'. Ten slotte bepaalt art. 2 lid 5 Ontwerprichtlijn dat '(...) de richtlijn niet van toepassing [is] op financiële zekerheden, tenzij en totdat deze financiële zekerheden daadwerkelijk zijn geleverd, overgedragen, aangehouden of gekwalificeerd op de in de zekerheidsovereenkomst vastgestelde wijze'.

De Ontwerprichtlijn vereist dus dat giraal geld wordt overgeboekt naar de zekerheidsnemer, het toonderpapier feitelijk geleverd wordt dan wel dat girale

2 'Gemeenschappelijk standpunt door de Raad vastgesteld op 5 maart 2002 met het oog op de aanneming van de richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende financiëlezekerheidsovereenkomsten. Motivering van de Raad', 6 maart 2002, nr. 5530/3/02 REV 3 ADD 1 (hierna: 'Motivering van de Raad'), p. 6 en 7.

3 Art. 2 lid 3 sub f Ontwerprichtlijn.

effecten worden overgeboekt of de effecten op de rekening van de zekerheidsgever worden gekwalificeerd als ‘verpand’. De richtlijnbevestigingen zijn op grond van art. 2 lid 5 Ontwerprichtlijn pas van toepassing wanneer de girale activa *daadwerkelijk* zijn ‘geleverd, overgedragen, aangehouden of gekwalificeerd op de in de zekerheidsovereenkomst vastgestelde wijze’.

6.2.2 *Het controlevereiste in de context van gestandaardiseerde raamovereenkomsten*

De zojuist beschreven invulling van het vereiste van ‘bezit of controle’ sluit naadloos aan bij de wijze waarop girale activa op grond van de in hoofdstuk 2 besproken gestandaardiseerde raamovereenkomsten in zekerheid worden gegeven. Dit gebeurt namelijk door het geld of de effecten over te boeken op een door de zekerheidsnemer aangegeven rekening. Het in zekerheid geven van girale activa door overboeking gebeurt niet alleen wanneer de girale activa worden overgedragen tot zekerheid – bijvoorbeeld uit hoofde van de GMRA of GMSLA –, maar ook wanneer daarop een beperkt zekerheidsrecht wordt gevestigd.

Illustratief in dat opzicht zijn de ISDA Credit Support Documents die worden beheerst door Engels recht. Zowel wanneer zekerheid wordt verschaft ingevolge de ISDA Credit Support Annex (op grond waarvan de girale activa worden *overgedragen* tot zekerheid) als wanneer zekerheid wordt gegeven ingevolge de ISDA Credit Support Deed (op grond waarvan op girale activa een *beperkt zekerheidsrecht* (een *charge*) wordt gevestigd), vindt zekerheidsstelling plaats door overboeking van de girale activa. De relevante bepalingen uit de ISDA Credit Support Annex en ISDA Credit Support Deed zijn identiek en bepalen dat girale activa in zekerheid worden gegeven door:

‘in the case of cash, by transfer into one or more bank accounts specified by the recipient; (...)

‘in the case of securities which parties have agreed will be delivered by book-entry, by giving of written notice (...) to the relevant depositary (...), sufficient, if complied with, to result in a legally effective transfer of the relevant interest to the recipient.’⁴

Ook de tweede zin van art. 2 lid 2 Collateral Richtlijn sluit goed aan bij de in hoofdstuk 2 besproken financiëlezekerheidsarrangementen. Dat artikel bepaalt dat een recht op vervanging en restitutie van de overwaarde van in zekerheid gegeven girale activa niet aan ‘bezit of controle’ door de zekerheidsnemer in de weg staan. Het recht op vervanging houdt in dat de zekerheidsgever bevoegd is de in zekerheid gegeven girale activa te vervangen door andere girale activa met een gelijke waarde. In hoofdstuk 2 kwam aan de orde dat dit een gebruikelijke afspraak is in het kader van *repurchase agreements, securities lending agree-*

4 Art. 3(a) van de 2013 ISDA Credit Support Annex (English Law) en art. 4(b) ISDA Credit Support Deed.

ments en zekerheidsarrangementen in het kader van derivatenovereenkomsten.⁵ Een recht op restitutie van de overwaarde komt de zekerheidsgever toe op grond van een *margin maintenance*-bepaling, die doorgaans deel uitmaken van de in hoofdstuk 2 besproken financiëlezekerheidsarrangementen.⁶ Het controlevereiste en de bepaling dat een recht op restitutie van de overwaarde en een recht op vervanging niet aan ‘bezit of controle’ in de weg staan, sluiten dus goed aan bij de in de financiële praktijk gebruikelijke financiëlezekerheidsarrangementen.

6.2.3 *Discussies omtrent het controlevereiste*

Op het eerste gezicht lijkt het duidelijk te zijn wanneer er sprake is van ‘bezit of controle’ van de girale activa. Desondanks is debat ontstaan, en bestaat er nog steeds discussie, over de vraag wanneer aan het controlevereiste is voldaan. De kern van die discussie betreft de vraag of ‘bezit of controle’ vereist dat de zekerheidsgever niet langer vrijelijk over de in zekerheid gegeven girale activa kan blijven beschikken gedurende de looptijd van het zekerheidsarrangement (behoudens – uiteraard – de bevoegdheid tot vervanging en restitutie van de overwaarde, welke bevoegdheden uitdrukkelijk door art. 2 lid 2, tweede zin Collateral Richtlijn worden uitgezonderd).⁷

De bevoegdheid om over de girale activa te blijven beschikken is bijvoorbeeld gewenst wanneer een betaalrekening in zekerheid wordt gegeven. Het vestigen van een beperkt zekerheidsrecht op een betaalrekening vindt zowel plaats ten behoeve van de *account bank*, vaak op grond van algemene bankvoorwaarden, als ten behoeve van derden, zoals een financier van de zekerheidsgever.⁸ Bij een *prime brokerage agreement* wordt vaak ten behoeve van de intermediair die brokeragediensten verricht een beperkt zekerheidsrecht gevestigd.⁹ Ook in dat geval kan het gewenst zijn dat de zekerheidsgever vrijelijk over de effecten kan blijven beschikken.¹⁰

Dergelijke zekerheidsarrangementen lijken op het eerste gezicht niet te voldoen aan het controlevereiste: doordat de zekerheidsgever over de girale activa kan blijven beschikken, verliest de zekerheidsnemer, zo is de gedachte, immers ‘bezit of controle’ over de girale activa. Een argument voor dit standpunt wordt gevonden door art. 2 lid 2, tweede zin Collateral Richtlijn a contrario te interpreteren. Uit het feit dat dit artikel enkel bepaalt dat een recht op restitutie van de overwaarde en een recht op vervanging aan de zekerheidsgever kan worden toegekend, volgt dat het toekennen van ‘meer rechten’ aan de zekerheidsgever – zoals de bevoegdheid om naar eigen inzicht over de girale activa te beschikken – in strijd is met het controlevereiste. Deze redenering wordt onder

⁵ Art. 4 GMRA, art. 5.4 en 5.5 GMSLA en art. 3(b) ISDA 2013 Standard Credit Support Annex (English Law).

⁶ Art. 8 GMRA, art. 5.3 GMSLA en art. 3(d) ISDA 2013 Standard Credit Support Annex (English Law).

⁷ Met ‘beschikken’ wordt in deze context bedoeld dat de zekerheidsgever overboekingen kan verrichten met betrekking tot girale activa, dus het girale geld kan uitgeven en met de girale effecten kan handelen, of de girale activa in zekerheid kan geven.

⁸ Zie bijvoorbeeld Luijckx 2001, p. 969.

⁹ Zie over de vraag wat *prime brokerage* inhoudt § 7.2.2.

¹⁰ Zie Look Chan Ho 2011, p. 159-163, die drie verschillende scenario’s bespreekt.

meer in de hierna te bespreken uitspraak *Re F2G Realisations Limited (in liquidation)*¹¹ van het Engelse *High Court* gehanteerd:

*‘One might ask rhetorically why one would want to state specifically that a right to withdraw excess financial collateral would not prevent the Regulations [FCAR, toevoeging JD] applying if the Regulations applied anyway when one could withdraw the entirety of the collateral as a matter of legal right.’*¹²

In de volgende paragraaf, waarin de implementatie van het controlevereiste centraal staat, zal naar voren komen dat de discussie omtrent het controlevereiste opkomt in de situaties waarin een beperkt zekerheidsrecht op een geld- of effectenrekening wordt gevestigd en de zekerheidsgever kan blijven beschikken over het onderpand. In de Belgische en Nederlandse literatuur gaat de discussie in het bijzonder over de vraag of er sprake is van ‘bezit of controle’ wanneer een pandrecht wordt gevestigd op een giraal saldo waarbij de zekerheidsgever over de in zekerheid gegeven girale activa kan blijven beschikken. In het Engelse recht richt de discussie zich op de vraag of een *floating charge* – een beperkt zekerheidsrecht waarbij de zekerheidsgever de macht (*control*) over de bezwaarde goederen behoudt –¹³ kan voldoen aan het controlevereiste en daarmee op grond van reg 4(4) FCAR uitgezonderd is van het vereiste van registratie.

6.3 Implementatie van het controlevereiste

6.3.1 Belgisch recht

Het vereiste van ‘bezit of controle’ is neergelegd in art. 4 WFZ. In zijn oorspronkelijke versie luidde art. 4 WFZ (voor zover relevant) als volgt:

‘Deze wet is van toepassing op de zakelijke-zekerheidsovereenkomsten:

- 1° op financiële instrumenten die zijn overgemaakt aan de begunstigde van de zekerheid of aan de persoon die voor zijn rekening optreedt;*
- 2° of op contanten die bij overeenkomst in pand zijn gegeven of zijn overgedragen ten gunste van de begunstigde van de zekerheid of aan de persoon die voor zijn rekening optreedt.*

Voor de toepassing van het eerste lid, 1° en 2°, volstaat het aan te tonen dat de als zekerheid verschafte activa daadwerkelijk zijn geleverd, overgedragen, gehouden, ingeschreven in een register of anderzijds gekwalificeerd, zodat zij in het bezit of onder de controle komen van de begunstigde van de zekerheid of de persoon die voor rekening van die begunstigde optreedt.’

Deze bepaling heeft de vraag doen rijzen of er sprake kan zijn van ‘bezit of controle’ wanneer een pandrecht wordt gevestigd op een giraal saldo waarbij de

¹¹ Zie daarover § 6.3.4.

¹² High Court of Justice Chancery Division 7 mei 2010, [2010] EWHC 1772 (Ch) 60. Vgl. The Law Commission, ‘Company Security Interests’, LAW COM No 296, nr. 5.54, voetnoot 66 (hierna: ‘Company Security Interests-report’). Zie over de achtergrond en voor de vindplaats van dit rapport voetnoot 76 (hoofdstuk 6).

¹³ Zie § 5.2.4.3.

zekerheidsgever over de in zekerheid gegeven girale activa kan blijven beschikken, hetgeen bijvoorbeeld het geval is bij een pandrecht op een levende rekening. Naar Belgisch recht volstaat voor een pandrecht op giraal geld het sluiten van de overeenkomst tot verpanding.¹⁴ Daarmee is naar Belgisch recht het 'bezit' van het girale geld verschaft. Volgens de heersende leer wordt het pandrecht gevestigd op het creditsaldo dat op de rekening staat op het tijdstip van de uitwinning van het pand of de afsluiting van de rekening. Dientengevolge zijn de creditsaldi die de rekening vertoont vóór dat tijdstip niet verpand en kan de pandgever vrij over de rekening beschikken. Volgens Dirix is in een dergelijke situatie tevens voldaan aan het controlevereiste zoals neergelegd in art. 4 WFZ (oud). Dit licht hij als volgt toe:

‘Door het sluiten van de pandovereenkomst verschaft de pandgever inderdaad het bezit (de «controle») van de schuldvordering aan de pandhouder. Door echter niet meteen tot kennisgeving over te gaan, verleent de pandhouder deze beschikkingsbevoegdheid terug aan de pandgever. Maar dit gebeurt slechts voorwaardelijk. Wanneer de contractuele voorwaarden hiertoe vervuld zijn (bv. de pandgever is in verzuim), kan de pandhouder op ieder ogenblik eenzijdig de zaak naar zich toetrekken door tot kennisgeving over te gaan aan de derdeschuldenaar. De pandhouder blijft dus wel degelijk de gehele tijd «in controle». De omvang van zijn pandrecht zal worden bepaald naar het tijdstip van deze kennisgeving.’¹⁵

‘Bezit of controle’ is volgens Dirix dus gelegen in het feit dat de pandhouder de *mogelijkheid* heeft om door kennisgeving aan de debiteur van de verpande vordering (in casu de *account bank*) een einde te maken aan de beschikking door de pandgever. Wanneer de pandhouder de *account bank* zelf is, is per definitie aan het controlevereiste voldaan aangezien in dat geval de pandhouder en debiteur van de verpande vordering samenvallen en de *account bank*, bijvoorbeeld wanneer zich een executiegrond voordoet, iedere verdere beschikking door de zekerheidsgever kan voorkomen.¹⁶

De visie van Dirix is bestreden door Storme.¹⁷ Volgens hem blijft de schuldvordering zolang de kennisgeving niet is gedaan, in de macht van de pandgever omdat de schuldenaar van de pandgever – in casu: de *account bank* – enkel bevrijdend kan betalen aan de pandgever. Vertaald naar de situatie dat giraal geld wordt verpand, betekent dit dat de *account bank* de instructies van de pandgever moet blijven opvolgen en dus de pandgever de beschikkingsmacht over het girale saldo behoudt. Volgens Storme wordt met ‘bezit of controle’ van het onderpand geduid op ‘sterk bezit’. Daarmee doelt hij op de situatie waarin ten gevolge van de mededeling van de overdracht of verpanding de cessionaris of pandhouder inningsbevoegd is. Van ‘bezit of controle’ is daarentegen geen sprake bij ‘zwak bezit’. Dat is de situatie waarin geen mededeling wordt gedaan van de overdracht of verpanding, zodat de cedent of pandgever inningsbevoegd blijft. Kennisgeving aan de debiteur van de verpande vordering is volgens Storme een noodzakelijke, maar tevens voldoende voorwaarde om aan het

¹⁴ Zie § 5.2.1.1.

¹⁵ Dirix 2007, p. 1338. In vergelijkbare bewoordingen Dirix/DeCorte 2006, nr. 489. Zie ook Boddaert 2009, p. 16.

¹⁶ Dirix/De Corte 2006, nr. 505.

¹⁷ Zie Storme 2006, nr. 4.

controlevereiste te voldoen. Er is volgens hem geen enkele bepaling die vereist dat er naast de kennisgeving, ook een handeling van de bank (zoals een overboeking) zou moeten plaatsvinden.¹⁸

Storme gaat ervan uit dat ‘stille’ zekerheidsrechten op girale activa buiten de in de Collateral Richtlijn geregelde materie vallen, maar dat de wetgever de vrijheid heeft om de Collateral Richtlijn ook daarop van toepassing te verklaren.¹⁹ Echter, indien de wetgever ‘stille’ zekerheidsrechten op girale activa binnen het toepassingsbereik van de WFZ had willen brengen, had de wetgever deze keuze *uitdrukkelijk* moeten maken, net zoals de wetgever bijvoorbeeld uitdrukkelijk de keuze heeft gemaakt om het personele toepassingsbereik van de richtlijn uit te breiden.²⁰ Aangezien die keuze (aanvankelijk) niet uitdrukkelijk is gemaakt, maar de wetgever de bewoordingen van art. 2 lid 2 Collateral Richtlijn letterlijk heeft overgenomen in art. 4 WFZ (oud), mag aan deze woorden geen andere betekenis worden gegeven dan aan dezelfde woorden in de richtlijn. Deze houden volgens Storme in: ‘sterk bezit en niet ook zwak bezit’. Storme concludeert daarom dat richtlijnconforme interpretatie van art. 4, § 1, tweede zin WFZ meebrengt dat mededeling aan de *account bank* noodzakelijk is.

De meeste auteurs²¹ menen, in lijn met het betoog van Dirix, dat aan het vereiste van ‘bezit of controle’ is voldaan door het enkele sluiten van de overeenkomst. Zij baseren zich op de volgende passage uit de Memorie van Toelichting:

‘Conform artikel 1, § 5, eerste en tweede lid, van de Richtlijn, vermeldt artikel 4 vervolgens een essentiële voorwaarde waaraan moet zijn voldaan om in aanmerking te komen voor de rechtsgevolgen van deze wet. Voor de zakelijke-zekerheidsovereenkomsten op financiële instrumenten legt de bepaling als voorwaarde de verschaffing van de bezwaarde activa op. *Voor de zakelijke-zekerheidsovereenkomsten op contanten wordt de zekerheid geacht te zijn verschaft door de sluiting van de overeenkomst.*’ [cursivering JD]²²

Naast de vraag wat het vereiste van art. 4, § 1, tweede zin WFZ voor de verpanding van giraal geld betekent, is ook discussie ontstaan over de vraag wat het controlevereiste inhoudt in het kader van de *overdracht tot zekerheid* van giraal geld. Giraal geld kan naar Belgisch recht door het enkele sluiten van een overeenkomst van overdracht worden overgedragen (art. 1690 lid 1 BBW).²³ Volgens Peeters en Christiaens is dat ook voldoende om aan het controlevereiste te voldoen. Volgens hen blijft het mogelijk om giraal geld over te dragen door

18 Storme 2006, nr. 12.

19 Storme 2006, nr. 10.

20 Naar mijn mening moet een onderscheid worden gemaakt tussen enerzijds de vraag of het de nationale wetgever is toegestaan het personele toepassingsbereik uit te breiden en anderzijds de vraag of de nationale wetgever het controlevereiste buiten toepassing kan laten. In het eerste geval gaat het om wetgeving op een terrein dat buiten de richtlijn valt, zodat de nationale wetgever bevoegd is regelgevend op te treden (zie § 4.3.2.6). In het tweede geval hangt het antwoord op de vraag ervan af of de Collateral Richtlijn minimumharmonisatie of maximumharmonisatie beoogt. Deze vraag wordt verderop in deze paragraaf geadresseerd.

21 Zie bijvoorbeeld Peeters 2011a nr. 17 en Boddaert 2005, nr. 14. Zie voorts Storme 2006, nr. 6, voetnoot 4 met verdere verwijzingen.

22 Parl. St. Kamer 2004-05, nr. 1407/001, p. 32-33. Sagaert 2006, p. 38 voert daarnaast aan dat de ‘economische ratio legis van de WFZ’ een argument biedt voor deze interpretatie.

23 Zie daarover nader § 5.2.1.1.

overschrijving van het bedrag op de rekening van de zekerheidsnemer of een persoon die voor zijn rekening optreedt.²⁴ Door Sagaert en Seelldrayers is daarentegen verdedigd dat in ieder geval de kennisgeving van de overdracht aan de *account bank* vereist is om aan het vereiste van ‘bezit of controle’ te voldoen bij de overdracht van giraal geld en dat de overboeking van de gelden noodzakelijk is om iedere twijfel uit te sluiten.²⁵

De wetgever heeft een einde aan de bovenstaande discussies gemaakt door art. 4, § 1 WFZ te herzien. In 2011 is de tweede zin van art. 4, § 1 WFZ gewijzigd: de woorden ‘en 2°’ zijn geschrapt.²⁶ Blijkbaar meent de Belgische wetgever dat door te voldoen aan het vereiste van ‘bezit’ in de zin van art. 2075 lid 1 BBW, óók aan het controlevereiste is voldaan.²⁷ Ten gevolge van de wetswijziging kan de verpanding en overdracht van giraal geld op grond van de WFZ dus geschieden door het enkele sluiten van een overeenkomst.

In de Memorie van Toelichting bij de Pandwet lijkt de wetgever er echter van uit te gaan dat voor ‘controle’ meer nodig is dan het enkele sluiten van de overeenkomst. In de Pandwet wordt de regel van art. 2075 lid 1 BBW weliswaar behouden voor de verpanding van vorderingen, maar wordt eraan toegevoegd dat de pandhouder te allen tijde bevoegd is tot kennisgeving van het pandrecht aan de schuldenaar van de verpande schuldvordering over te gaan.²⁸ Volgens de Memorie van Toelichting blijft de pandhouder in dat geval:

‘(...) inderdaad “in controle” aangezien hij op ieder ogenblik tot kennisgeving kan overgaan en daardoor effectief het “bezit” van de schuldvordering aan de pandgever ontnemt. De omvang van zijn pandrecht zal worden bepaald naar het tijdstip van deze kennisgeving (artikel 70).’²⁹

De wetgever lijkt er in de Memorie van Toelichting bij de Pandwet dus van uit te gaan dat ‘controle’, naast het sluiten van de overeenkomst, vereist dat de pandhouder op ieder moment mededeling kan doen van de verpanding aan de debiteur van de verpande vordering.

Peeters merkt op dat in de praktijk mededeling van de overdracht of verpanding zal worden gedaan en overboeking van het girale geld zal plaatsvinden ondanks het feit dat dit niet noodzakelijk is voor ‘controle’. Zo zal bij de verpanding van

²⁴ Peeters & Christiaens 2006, nr. 116.

²⁵ Sagaert & Seelldrayers 2006, nr. 18. Wat betreft de verpanding van giraal geld komen Sagaert & Seelldrayers tot de tegenovergestelde conclusie, aangezien art. 2075 BBW bepaalt dat ‘bezit’ is verschaft door het sluiten van de pandovereenkomst. Aangezien een dergelijk vereiste ontbreekt bij de overdracht (art. 1690 BBW), is voor de overdracht van giraal geld wel vereist dat ‘bezit of controle’ van het girale geld aan de zekerheidsnemer wordt verschaft middels kennisgeving en wellicht ook overboeking.

²⁶ Art. 14 van de Wet van 26 september 2011 tot omzetting van Richtlijn 2009/44/EG van het Europees Parlement en de Raad van 6 mei 2009 tot wijziging van Richtlijn 98/26/EG betreffende het definitieve karakter van de afwikkeling van betalingen en effectentransacties in betalings- en afwikkelingssystemen en Richtlijn 2002/47/EG betreffende financiële zekerheidsovereenkomsten wat gekoppelde systemen en kredietvorderingen betreft.

²⁷ Vgl. Parl. St. Kamer, 2012-2013, nr. 2463/001, p. 28: ‘Met betrekking tot bankrekeningen (dit zijn schuldvorderingen) wordt meestal aangenomen dat de toepassing van art. 2075, eerste lid, BW volstaat opdat aan het vereiste van “bezit” of “controle” is voldaan.’

²⁸ Art. 60 Pandwet. Het artikel draagt het opschrift ‘Bezitvereiste (“controle”)’.

²⁹ Parl. St. Kamer, 2012-2013, nr. 2463/001, p. 29.

giraal geld aan een derde, zoals een financier van de zekerheidsgever de *account bank* worden verzocht om afstand te doen van haar pand- en verrekeningsrechten die doorgaans in de algemene bankvoorwaarden zijn bedongen en daarmee tegelijkertijd op de hoogte worden gesteld van het op de rekening gevestigde pandrecht.³⁰ Bovendien kan het bij zowel de verpanding als de overdracht tot zekerheid van giraal geld – gezien het in art. 2075 lid 2 en 3 resp. art. 1690 lid 2, 3 en 4 BBW bepaalde –³¹ wenselijk zijn om de bank in kennis te stellen van de verpanding of de gelden over te schrijven op een rekening van de zekerheidsnemer. Met die mededeling wordt immers voorkomen dat de *account bank* bevrijdend kan betalen aan de rekeninghouder/pandgever. Bovendien wordt verhinderd dat een later pandrecht of latere overdracht de voorkeur krijgt doordat de latere pandhouder resp. rechthebbende er zich te goeder trouw op kan beroepen als eerste de verpanding resp. overdracht van vordering aan de schuldenaar ter kennis te hebben gebracht of als eerste de erkenning van de verpanding of overdracht door de schuldenaar te hebben verkregen.

Naar de huidige stand van zaken is voor de verpanding van giraal geld enkel ‘bezit’ in de zin van art. 2075 lid 1 BBW vereist. Betwijfeld kan worden of dit ‘bezit’ (en dus het enkele sluiten van de overeenkomst) voldoende is om aan het controlevereiste te voldoen. Wanneer ‘bezit’ in de zin van art. 2075 lid 1 BBW onvoldoende is om aan het controlevereiste te voldoen, zou op dit punt sprake kunnen zijn van onjuiste implementatie van de Collateral Richtlijn in het Belgische recht. Dat is mijns inziens echter alleen het geval indien de Collateral Richtlijn maximumharmonisatie beoogt. Ik licht dit standpunt hieronder nader toe.

Maximumharmonisatie houdt in dat de betreffende richtlijn geen ruimte laat voor strengere of soepelere normen.³² Tegenover maximumharmonisatie staat minimumharmonisatie. Met minimumharmonisatie wordt beoogd dat de lidstaten een minimumniveau van bescherming bieden.³³ De lidstaten mogen in dat geval strengere voorschriften hanteren dan de richtlijn.

Of er sprake is van minimum- of maximumharmonisatie, kan expliciet blijken uit een richtlijnbevestiging.³⁴ Een dergelijke bevestiging ontbreekt in de Collateral Richtlijn. Overweging 22 van de considerans lijkt echter een aanwijzing op te leveren dat de Collateral Richtlijn uitgaat van minimumharmonisatie. De overweging luidt als volgt:

‘Aangezien de doelstelling van het overwogen optreden, namelijk een *minimumregeling* voor het gebruik van als zekerheid verschafte financiële activa tot stand te brengen, onvoldoende

30 Peeters 2011a, nr. 17.

31 Zie daarover § 5.2.1.1.

32 Zie bijvoorbeeld Keus 2010, p. 43.

33 *Idem*.

34 Zie bijvoorbeeld Van Erp 2005, p. 969, die als voorbeeld art. 15 van de Richtlijn Consumentenkrediet aanhaalt. Dat artikel luidt: ‘Deze richtlijn belet de Lid-Staten niet om, met inachtneming van hun verplichtingen voortvloeiend uit het Verdrag, verder reikende voorschriften ter bescherming van de consument te handhaven of aan te nemen.’ Volgens Van Erp wijst het ontbreken van een dergelijke clausule erop dat er sprake is van maximumharmonisatie.

door de lidstaten kan worden verwezenlijkt en derhalve, wegens de omvang en de gevolgen van het optreden, beter door de Gemeenschap [kan, toevoeging JD] worden verwezenlijkt, kan de Gemeenschap, overeenkomstig het beginsel van subsidiariteit van artikel 5 van het Verdrag, maatregelen nemen. Overeenkomstig het evenredigheidsbeginsel gaat deze richtlijn niet verder dan hetgeen nodig is voor het bereiken van die doelstelling.’ [cursivering JD]

Het woord ‘minimumregeling’ lijkt op het eerste gezicht te duiden op minimumharmonisatie. Toch is er veel voor te zeggen dat deze overweging en het woord ‘minimumregeling’ geen betrekking heeft op de vraag of er sprake is van minimum- of maximumharmonisatie. In overweging 22 van de considerans staan het subsidiariteits- en evenredigheidsbeginsel centraal. Deze beginselen komen erop neer dat alleen op Europees niveau mag worden gehandeld wanneer de beoogde doelen niet op lidstaatniveau gerealiseerd kunnen worden. Aangezien de lidstaten niet in staat waren om eenvormige regels inzake zekerheid op girale activa tot stand te brengen, heeft de Europese wetgever ‘die regels welke daartoe tenminste nodig zijn en waarover de lidstaten onderling tot overeenstemming konden komen neergelegd in een richtlijn’.³⁵ Hetgeen tussen aanhalingstekens is geplaatst, is mijns inziens wat met de term ‘minimumregeling’ tot uitdrukking wordt gebracht.³⁶

Uit de tekst van de Collateral Richtlijn blijkt dus niet of het gaat om minimum- of maximumharmonisatie. Van Erp betoogt dat er sprake is van maximumharmonisatie. Dit volgt volgens hem uit het feit dat ‘het Europese kapitaalverkeer (...) er niet mee [is] gediend dat er, ondanks de richtlijn, op het gebied van de financiële zekerheidsovereenkomsten rechtsdiversiteit blijft bestaan’.³⁷ Omdat de met de Collateral Richtlijn beoogde doelen alleen bereikt kunnen worden wanneer de regels op het door de richtlijn bestreken terrein gelijk zijn, is er in zijn ogen sprake van maximumharmonisatie.

Daar kan tegen ingebracht worden dat niet uitgesloten is dat de doelen van de richtlijn ook bereikt kunnen worden door minimumharmonisatie. Minimumharmonisatie houdt in de context van de Collateral Richtlijn mijns inziens in dat het de lidstaten alleen is toegestaan om andere dan de in de Collateral Richtlijn opgenomen regels te stellen voor zover deze het in zekerheid geven van girale activa bevorderen en vereenvoudigen.³⁸ Aangezien dat het geval is wanneer

35 Van Erp 2005, p. 969. Zie ook Toelichting EC, p. 4: ‘Ter verwezenlijking van de doelstellingen van het Actieplan om een geïntegreerde Europese financiële markt tot stand te brengen en de vlote tenuitvoerlegging van het ene monetaire beleid in de Europese monetaire unie te bevorderen, wordt voorgesteld een *eenvoudige minimumregeling* in te voeren voor het verstrekken van effecten en contanten als zakelijke zekerheden op grond van overeenkomsten in de vorm van een zakelijk zekerheidsrecht en een eigendomsoverdracht, waaronder repo-overeenkomsten.’ [cursivering JD].

36 Zo ook Meulman 2005, § 4.

37 Van Erp 2005, p. 969.

38 In de context van de Collateral Richtlijn is niet onmiddellijk duidelijk wat de begrippen ‘minimumharmonisatie’ en ‘maximumharmonisatie’ inhouden. Zoals bekend heeft een groot deel van de Europese richtlijnen betrekking op het consumentenrecht. De begrippen ‘minimumharmonisatie’ en ‘maximumharmonisatie’ zijn in die context tot stand gekomen. Minimumharmonisatie houdt bij richtlijnen op het terrein van het consumentenrecht in dat de lidstaten in de implementatiewetgeving verdergaande bescherming aan de consument mogen bieden dan door de richtlijn wordt voorgeschreven, terwijl dit bij maximumharmonisatie niet is toegestaan. Zoals gezegd, houdt minimumharmonisatie in de context van de Collateral Richtlijn mijns inziens in dat het de lidstaten alleen is toegestaan om af te wijken van de in de Collateral Richtlijn opgenomen

geen ‘bezit of controle’ wordt vereist voor het in zekerheid geven van girale activa, zou dit toegelaten zijn indien de Collateral Richtlijn minimumharmonisatie beoogt.

Over de vraag welk van beide interpretaties de juiste is, is het laatste woord aan het Hof van Justitie. In ieder geval is het, in tegenstelling tot hetgeen waarvan meestal (vaak impliciet) in de literatuur lijkt te worden uitgegaan,³⁹ mijns inziens geenszins een uitgemaakte zaak dat de Collateral Richtlijn minimumharmonisatie beoogt en dat het controlevereiste dientengevolge buiten toepassing kan worden gelaten.

Zoals hierboven opgemerkt, geldt het controlevereiste volgens de Belgische implementatiewetgeving sinds de wetwijziging van 2011 slechts nog voor het geval dat effecten – de WFZ spreekt over ‘financiële instrumenten’ – in zekerheid worden gegeven. Over ‘bezit of controle’ van girale effecten bestaat echter aanzienlijk minder discussie in de Belgische literatuur dan over ‘bezit of controle’ van giraal geld. In § 5.2.1.2 kwam aan de orde dat zowel de overdracht als de verpanding van effecten naar Belgisch recht geschiedt door – kort gezegd – de overschrijving van de effecten op een speciale rekening. Dit komt vrijwel geheel overeen met de wijze waarop conform art. 4, § 1, derde zin WFZ girale effecten ‘in het bezit of onder de controle’ van de zekerheidsnemer kunnen worden gebracht:

‘De inbezitstelling van op rekening geboekte financiële instrumenten kan inzonderheid geschieden door de creditering van die instrumenten op een speciale rekening geopend op naam van de zekerheidsverschaffer of van de begunstigde van de zekerheid of van een derde pandhouder.’

Voor zover het gaat om de verpanding van effecten, is in de Belgische literatuur de vraag opgeworpen of het vereiste van ‘bezit of controle’ van girale effecten toelaat dat de zekerheidsgever kan beschikken over deze effecten. Boddaert beantwoordt deze vraag in ontkennende zin. Zij ziet in art. 4, § 1 WFZ een bevestiging van de regel die reeds is vastgelegd in art. 7 lid 1 KB nr. 62. Dit betekent volgens haar dat de verpanding van girale effecten plaatsvindt door (i) inboeking van de girale effecten op een speciale rekening op naam van de pandhouder, de pandgever of een derde en (ii) het ontnemen van de controle over de rekening aan de pandgever door blokkering (in technische of juridische zin) van de rekening.⁴⁰ Dit lijkt te worden bevestigd door een advies van de ECB aan de Belgische wetgever inzake de WFZ. In dat advies tekent de ECB aan dat:

regels voor zover de afwijkende regels het in zekerheid geven van girale activa bevorderen en vereenvoudigen. De Collateral Richtlijn beoogt immers niet een zwakkere partij te beschermen, maar heeft als doel het nader tot elkaar brengen van het nationale recht op het door de Collateral Richtlijn bestreken terrein met het doel om de geldigheid en vlotte uitwinbaarheid van zekerheid op girale activa te bevorderen en vereenvoudigen.

39 Storme 2006, nr. 10 lijkt ervan uit te gaan dat er sprake is van minimumharmonisatie.

40 Boddaert 2005, nr. 33 e.v.

'(...) the last subparagraph of Article 4(1) of the draft law provides legal certainty with regard to the fact that the general requirement under Belgian law that a pledgor does not remain in possession of the pledged asset is satisfied if financial instruments are credited on a special account, including an account opened in the name of the pledgor ('hold-in-custody pledge'). The ECB considers that, particularly where such a hold-in-custody-pledge is used and in order to satisfy the dispossession requirement, the pledgor should not be able to dispose of the pledged financial instruments.' [onderstreping JD]⁴¹

Peeters en Christiaens lezen in art. 4, § 1 WFZ daarentegen een bevestiging van hun interpretatie dat de *enkele* inboeking op een speciale rekening voldoende is om een buitenbezitstelling te realiseren.⁴² Anders gezegd: de buitenbezitstelling kan louter fictief zijn. Het is dus niet vereist dat de zekerheidsgever de beschikkingsmacht over de effectenrekening wordt ontnomen door blokkering van die rekening. Aan het controlevereiste is naar hun mening dus óók voldaan wanneer de zekerheidsgever kan blijven beschikken over de girale effecten.

Per saldo kan de situatie in België als volgt worden samengevat. De 'verschaffing' van girale effecten geschiedt door creditering van de effecten op een speciale rekening. In de literatuur bestaat discussie over de vraag of de enkele creditering volstaat om aan het controlevereiste te voldoen of dat daarnaast noodzakelijk is dat de zekerheidsgever niet langer kan beschikken over de girale effecten. Voor zekerheid op giraal geld onder de WFZ is sinds 2011 'bezit of controle' niet langer vereist. De gedachte van de Belgische wetgever lijkt te zijn dat 'bezit' in de zin van art. 2075 BBW tevens leidt tot 'bezit of controle' in de zin van de Collateral Richtlijn. In de nieuwe Pandwet lijkt de Belgische wetgever een enigszins ander standpunt te huldigen. In die wet wordt de regel van art. 2075 BBW weliswaar behouden, maar eraan toegevoegd dat de pandhouder, teneinde aan het 'bezitsvereiste ("controle")' te voldoen, te allen tijde bevoegd dient te zijn tot kennisgeving van het pandrecht aan de schuldenaar van de verpande schuldvordering. Wat daarvan zij, naar de huidige stand van zaken valt een pandrecht op giraal geld waarbij de pandgever kan blijven beschikken over het girale geld onder de WFZ. Of daarmee tevens aan het controlevereiste is voldaan, komt in § 6.4 aan de orde.

6.3.2 Duits recht

In Duitsland is het controlevereiste neergelegd in art. 1 lid 17 KWG. Dat artikel luidt (in verkorte vorm):

'Finanzsicherheiten im Sinne dieses Gesetzes sind Barguthaben, Geldbeträge, Wertpapiere, Geldmarktinstrumente sowie Kreditforderungen (...), die als Sicherheit in Form eines beschränkten dinglichen Sicherungsrechts oder im Wege der Überweisung oder Vollrechtsübertragung (...) bereitgestellt werden (...).'

⁴¹ ECB, 'Opinion of the European Central Bank of 4 August 2004 at the request of the Belgian Ministry of Finance on a draft law on financial collateral and various tax provisions in relation to *in rem* collateral arrangements and loans for financial instruments', CON/2004/27, nr. 6.

⁴² Peeters & Christiaens 2006, nr. 52.

Het controlevereiste moet gelezen worden in het woord ‘*bereitstellen*’.⁴³ Uit art. 1 lid 17 KWG blijkt niet wanneer aan het vereiste van ‘*Bereitstellung*’ is voldaan en evenmin wordt in de parlementaire stukken aangegeven wanneer dit vereiste is vervuld. Volgens de schaarse Duitse literatuur⁴⁴ moet voor de invulling van dit begrip worden teruggegrepen op art. 2 lid 2 Collateral Richtlijn. Volgens Von Wilmsowsky betekent dit dat girale activa zowel door bezitsverschaffing als door het verschaffen van ‘controle’ aan de zekerheidsnemer ‘*bereitgestellt*’ kunnen worden; deze laatste wijze van zekerheidsverschaffing was voorheen naar Duits recht niet mogelijk.

Uit § 5.2.2.2 bleek dat naar Duits recht – althans volgens de heersende leer – bezitsverschaffing vereist is voor zowel de overdracht als de verpanding van girale effecten. De bezitsverschaffing vindt plaats doordat Clearstream Banking AG, Frankfurt de effecten gaat houden voor (de intermediair van) de verkrijger in plaats van (de intermediair van) de vervreemder. Deze *Umstellung des Besitzmittlungsverhältnisses* uit zich in debitering van de rekening van de vervreemder of intermediair van de vervreemder en creditering van de rekening van de verkrijger of intermediair van de verkrijger. Met de overboeking van girale effecten wordt dus het bezit van de girale effecten verschaft. Daarmee zijn de girale effecten tevens ‘*bereitgestellt*’. De door de richtlijn geïntroduceerde mogelijkheid van controle als wijze van ‘*Bereitstellung*’ is volgens Von Wilmsowsky dan in het bijzonder van belang voor giraal geld en voor girale effecten indien men aanneemt – zoals door een minderheid van de Duitse juridische auteurs wordt gedaan – dat bezit van girale effecten niet mogelijk is.⁴⁵ Over het verschaffen van ‘controle’ van girale effecten merkt Von Wilmsowsky het volgende op:

‘Um die Kontrolle über ein indirektes gehaltenes Kapitalmarktrecht zu erlangen, ist eine Handlung des Intermediärs erforderlich. Der Intermediär muss sich gegenüber dem Sicherungsnehmer verpflichten, in Bezug auf das fragliche Kapitalmarktrecht die Weisungen des Sicherungsnehmers zu befolgen. Dabei kann es sich um den Intermediär des Sicherungsnehmers oder den des Sicherungsgebers handeln. Erhält der Sicherungsnehmer das Vollrecht, werden die indirekt gehaltenen Wertpapiere seinem Wertpapierkonto gutgeschrieben. In diesem Fall erlangt er die Kontrolle durch sein Intermediär. Bei der Bestellung eines beschränkten gegenständlichen Rechts können die Wertpapiere auf dem Konto des Sicherungsgebers verbleiben. In diesem Fall erlangt der Sicherungsnehmer die Kontrolle, wenn sich der Intermediär des Sicherungsgebers ihm gegenüber zur Befolgung seiner Weisungen verpflichtet. Die Kontrolle, die der Sicherungsnehmer erlangen muss, braucht nicht ausschließlich zu sein

⁴³ Von Wilmsowsky 2009, § 75, nr. 48. Hij betoogt dat de Duitse wetgever terecht voor deze term en niet voor de in de Duitstalige versie van de Collateral Richtlijn gehanteerde begrippen ‘*Bestellung*’ (art. 2 lid 2) en ‘*besitzgebundene Finanzsicherheiten*’ (art. 1 lid 5 en 3 lid 2) heeft gekozen. Het begrip ‘*Bestellung*’ is onjuist omdat hiermee wordt bedoeld op de totstandkoming (de vestiging in brede zin) van het beperkte zekerheidsrecht en niet het verrichten van een vestigingsformaliteit (de vestiging in enge zin), terwijl de term ‘*besitzgebundene Finanzsicherheiten*’ onvolledig is, omdat het naar Duits recht in ieder geval niet mogelijk is om giraal geld – een vordering op de *account bank* – te bezitten en bovendien omstrede is of bezit van girale effecten (in het bijzonder gedematerialiseerde effecten) mogelijk is (zie voor dit laatste Einsele, MünchKomm HGB 2009, Depotgeschäft, nr. 91-94).

⁴⁴ Bij mijn weten wijdt alleen Von Wilmsowsky 2009 twee pagina’s aan de ‘verschaffing’ van girale activa als zekerheid (§ 75, nr. 46-49).

⁴⁵ Von Wilmsowsky 2009, § 75, nr. 48.

(vgl. Art. 2 II 2, im US-Recht § 8-106 (f) UCC). Solange der Sicherungsnehmer ohne Zustimmung des Sicherungsgebers über die Kapitalmarktrechte verfügen kann, schadet es nicht, wenn auch der Sicherungsgeber weiterhin verfügen darf.’

Volgens Von Wilmsky is het dus niet alleen mogelijk om ‘controle’ van de girale effecten te hebben wanneer de effecten worden overgeboekt naar de rekening van de zekerheidsnemer, maar is daarvan ook sprake indien zij op de rekening van de zekerheidsgever blijven staan, zolang de intermediair gehouden is de aanwijzingen van de zekerheidsnemer op te volgen.

Von Wilmsky gaat niet in op de vraag of er sprake is van ‘controle’ wanneer giraal geld wordt verpand volgens de in § 5.2.2.1 beschreven regels – door middel van *dingliche Einigung* en mededeling aan de *account bank* – en de zekerheidsgever kan blijven beschikken over het geld. Gezien de bovenstaande argumentatie in verband met girale effecten ligt een bevestigende beantwoording van deze vraag voor de hand. In zijn optiek is het immers niet noodzakelijk dat de zekerheidsgever niet langer over de girale activa kan beschikken, zolang de zekerheidsnemer maar op ieder moment de beschikking naar zich toe kan trekken.

6.3.3 Nederlands recht

In Nederland is de Collateral Richtlijn geïmplementeerd in titel 7.2 (artt. 7:51 e.v.) BW. Opvallend is dat het vereiste dat girale activa ‘in het bezit of onder de controle’ van de zekerheidsnemer dienen te komen, niet is terug te vinden in deze bepalingen. Uit de parlementaire geschiedenis valt echter af te leiden dat ‘bezit of controle’ door de zekerheidsnemer wel degelijk vereist is:

‘De situatie van «controle» door de zekerheidsnemer kan ontstaan door overdracht dan wel door verpanding van de activa aan hem. Voor het laatste geval bepaalt artikel 3:236 lid 1 BW dat een pandrecht op aandelen aan toonder of order vereist dat deze aandelen in de «macht» van de pandhouder worden gebracht. Voor rechten op naam geschiedt de verpanding overeenkomstig de regels voor levering (artikel 3:236 lid 2 BW). Wanneer een bezitloos of stil pandrecht wordt gevestigd (artikelen 3:237 en 239 BW) geldt daarentegen dat de betreffende activa niet in de macht van de pandhouder worden gebracht c.q. dat van de verpanding geen mededeling wordt gedaan aan degene die de schuld aan de pandgever heeft. Juist omdat de betreffende goederen niet volledig in de «macht» van de pandnemer komen – een en ander blijkt onvoldoende naar buiten – is voor de vestiging van dit pandrecht voorgeschreven dat een authentieke of geregistreerde onderhandse akte wordt opgesteld. Pas door overeenkomstig artikel 3:237 lid 3 BW te vorderen dat een toonderpapier in zijn macht wordt gebracht, respectievelijk door overeenkomstig artikel 3:239 lid 3 BW mededeling te doen aan de schuldenaar van de stil verpande vordering, verliest het pandrecht zijn bezitloos/stil karakter en kan het onder de richtlijn vallen.’⁴⁶

Volgens de Minister kan ‘de situatie van “controle”’ zowel ontstaan wanneer girale activa worden overgedragen tot zekerheid als in het geval dat deze activa

46 Kamerstukken II 2003/04, 28 874, nr. C, p. 2. Vgl. Kamerstukken II 2002/03, 28 874, nr. 3, p. 7.

worden verpand. In de parlementaire geschiedenis wordt aangenomen dat voldaan is aan het controlevereiste indien (i) giraal geld wordt overgeboekt op een rekening van de zekerheidsnemer en (ii) girale effecten worden bijgeschreven op naam van de verkrijger in het daartoe bestemde deel van de administratie van de intermediair.⁴⁷ De discussie omtrent het controlevereiste in Nederland richt zich op de situatie dat giraal geld *in pand* wordt gegeven. De Minister neemt, zoals blijkt uit het hierboven weergegeven citaat, als uitgangspunt dat aan het controlevereiste kan worden voldaan door de pandhouder de ‘macht’ te verschaffen over het girale geld. Dit gebeurt bij de vestiging van een openbaar pandrecht. De in het kader van het openbare pandrecht gedane mededeling aan de schuldenaar van de vordering (de *account bank*) heeft tot gevolg dat de pandhouder bevoegd is in en buiten rechte nakoming van de vordering te eisen en betalingen in ontvangst te nemen.⁴⁸ Daarmee heeft de pandhouder de ‘macht’ over het girale geld.⁴⁹ Zolang geen mededeling is gedaan van de verpanding aan de *account bank*, is het girale geld volgens de Minister niet in de macht van de pandhouder – de bevoegdheid om instructies te geven aan de *account bank* ligt in dat geval immers op grond van art. 3:246 lid 1 BW bij de pandgever – en valt het pandrecht niet onder titel 7.2 BW.

De zienswijze van de Minister is in mijn ogen een te vereenvoudigde voorstelling van zaken. In de rechtsgeleerde literatuur wordt namelijk aangenomen dat het op grond van art. 3:246 lid 4 BW mogelijk is om de pandgever een blanco toestemming te geven om over het in zekerheid gegeven girale geld te blijven beschikken.⁵⁰ Bij een openbaar pandrecht op een bankrekening is het dus niet uitgesloten dat de zekerheidsgever kan blijven beschikken over het verpande girale geld. Het is in dat geval echter de vraag of er sprake is van ‘bezit of controle’ in de zin van de Collateral Richtlijn.

Ook wanneer dit punt buiten beschouwing wordt gelaten – ik kom hierop later in deze paragraaf terug –, is de vraag hoe de bovenstaande passage zich verhoudt tot een andere passage uit de parlementaire geschiedenis waarin de Minister van Justitie nogmaals ingaat op wat met het oog op art. 2 lid 2 Collateral Richtlijn vereist is om een pandrecht op giraal geld onder het bereik van de Collateral Richtlijn te laten vallen:

‘[Art. 2 lid 2 Collateral Richtlijn] brengt mee dat nodig is dat het geld op een rekening wordt geplaatst waarover de pandhouder, uiteraard binnen de grenzen van de pandovereenkomst, kan beschikken, maar de pandgever niet. Een dergelijke rekening kan tot stand worden gebracht door een overeenkomst van de pandhouder en pandgever met de bank waar de rekening zal worden geopend, welke rekening kan worden gesteld op naam van de pandhouder in diens kwaliteit.’⁵¹

47 Zie *Kamerstukken II* 2002/03, 28 874, nr. 3, p. 5 en voor girale effecten tevens *Kamerstukken I* 2003/04, 28 874, C, p. 10-11. Zie voor giraal geld Pitlo/Reehuis e.a. 2012, nr. 993. Ook Keijser & Keijser 2006, p. 19 lijken ervan uit te gaan dat overboeking (hetgeen zij aanduiden als ‘feitelijke machtsverschaffing’) voldoende is om te kunnen spreken van ‘bezit of controle’.

48 Art. 3:246 lid 1 BW.

49 Zie Wibier 2007, p. 29.

50 Art. 3:246 lid 4 BW bepaalt dat na mededeling van de verpanding aan de schuldenaar de pandgever alleen bevoegd is in en buiten rechte nakoming van de vordering te eisen en betalingen in ontvangst te nemen indien hij daartoe toestemming heeft verkregen van de pandhouder.

51 *Kamerstukken I* 2004/05, 28 874, E, p. 6.

Deze passage lijkt in strijd met de hierboven weergegeven gedachtegang dat een openbaar pandrecht – dat tot stand komt door het opmaken van een onderhandse akte en mededeling aan de *account bank* – volstaat teneinde aan het controlevereiste te voldoen. Op grond van deze passage is immers naast een door de pandgever ondertekende pandakte en mededeling aan de *account bank* nodig dat een kwaliteitsrekening wordt geopend waarnaar het geld vervolgens wordt overgeboekt.

De laatstgenoemde zienswijze van de Minister is in de literatuur sterk bekritiseerd. De kern van de kritiek is dat deze interpretatie van het controlevereiste ertoe leidt dat additionele vereisten worden gesteld aan de verpanding van giraal geld teneinde het pandrecht onder het bereik van de Nederlandse implementatiewetgeving te laten vallen. Hierdoor wordt het ingewikkelder om zekerheid te verschaffen onder de Collateral Richtlijn dan om een ‘traditioneel’ pandrecht te vestigen, terwijl de Collateral Richtlijn nu juist het in zekerheid geven van girale activa beoogt te vereenvoudigen.⁵² Bovendien is het – zoals Wibier terecht opmerkt – maar zeer de vraag of de opvatting van de Minister niet in strijd komt met rechtspraak van de Hoge Raad:

‘De speciale pandrekening moest echter op naam staan van de pandhouder, zagen wij zojuist. Deze uitleg van de minister zou daarmee in strijd komen met het Kas-Associatie-arrest⁵³ en met de recente rechtspraak van de Hoge Raad omtrent de kwaliteitsrekening. Uit het Kas-Associatie-arrest moet immers worden afgeleid dat de rekeninghouder de rechthebbende is op het op de rekening geadmistreerde geld (hier dus de pandhouder). Een andere visie zou in theorie kunnen worden verklaard doordat de minister de rekening kennelijk als een kwaliteitsrekening ziet. Echter, in het Procall-arrest⁵⁴ heeft de Hoge Raad de mogelijkheid tot het openen van een kwaliteitsrekening uitdrukkelijk beperkt tot bepaalde professionals zoals notarissen, deurwaarders, accountants en advocaten. De toelichting loopt aldus vast.’⁵⁵

Van der Lely heeft vanwege de door de litigieuze passage ontstane onzekerheid voorgesteld dat de Minister deze uitspraak herroept.⁵⁶

De twee passages uit de parlementaire geschiedenis zouden met elkaar verzoend kunnen worden wanneer ervan uit wordt gegaan dat de Minister twee *verschillende* wijzen aan de hand doet waarop aan het controlevereiste kan worden voldaan. Ten eerste door een door de pandgever ondertekende akte en mededeling aan de *account bank*, wat tot gevolg heeft dat de pandhouder inningsbevoegd is en dus ‘controle’ heeft over de rekening. Ten tweede zou aan het controlevereiste kunnen worden voldaan door – aangenomen dat dit mogelijk is naar Nederlands recht – opening van een kwaliteitsrekening ten name van de

⁵² Wibier 2006, § 3 en Van der Lely 2008, p. 175.

⁵³ HR 23 september 1994, *NJ* 1996/461.

⁵⁴ HR 13 juni 2003, *NJ* 2004/196.

⁵⁵ Wibier 2006, § 3. Zie hierover ook Diamant 2012, § 4.1.2. Anders: Van Vliet 2013, nr. 89. Volgens Van Vliet is er geen sprake van strijd met het Procall-arrest aangezien de overboeking ten titel van *verpanding* geschiedt en het saldo dus niet gaat toebehoren aan de pandhouder. Naar Engels recht is de door de Minister genoemde constructie wel mogelijk door gebruik te maken van een *trust*. Deze constructie lag ten grondslag aan *Re F2G Realisations Limited (in liquidation)*. Deze uitspraak van het Engelse *High Court* wordt in § 6.3.4 besproken.

⁵⁶ Van der Lely 2008, p. 175-176.

pandhouder en overboeking van het geld naar deze rekening naast de zojuist genoemde handelingen. Als dat zo is, gaat het de Minister er blijkbaar om dat de beschikkingsmacht aan de pandgever wordt onttrokken. Als dat het criterium is dat moet worden toegepast om te beoordelen of er sprake is van 'bezit of controle', kan – zoals ik ook elders heb betoogd –⁵⁷ mijns inziens ook op een derde wijze worden bereikt dat giraal geld 'in het bezit of onder de controle' van de zekerheidsnemer komt, namelijk door blokkering van de rekening van de pandgever. Omdat ook bij een geblokkeerde rekening de beschikkingsmacht over het saldo aan de pandgever is onttrokken, moet ook in dat geval worden aangenomen dat er sprake is van 'bezit of controle'. Deze zienswijze volgend, biedt art. 2 lid 2 Collateral Richtlijn geen ruimte voor zekerheidsrechten waarbij de pandgever over het girale saldo kan blijven beschikken (tenzij, uiteraard, de pandgever een recht op vervanging of een recht op restitutie van de overwaarde uitoefent, zie art. 2 lid 2, tweede zin Collateral Richtlijn).

Aanzienlijk minder discussie is gevoerd over de vraag wanneer er bij de verpanding van girale effecten sprake is van 'bezit of controle'. Een mogelijke verklaring hiervoor is dat de verpanding van girale effecten op dezelfde wijze geschiedt als de overdracht daarvan, namelijk door bijschrijving ten name van de pandhouder in de administratie van de intermediair, terwijl – zoals aan het begin van deze paragraaf naar voren kwam – algemeen wordt aangenomen dat door bijschrijving aan het controlevereiste is voldaan. In ieder geval is het aannemen van 'bezit of controle' bij de verpanding van girale effecten door bijschrijving op de rekening van de zekerheidsnemer in lijn met de hierboven weergegeven benadering van de Nederlandse wetgever, dat 'bezit of controle' inhoudt dat de beschikkingsmacht aan de pandgever is onttrokken.

Ten slotte verdienen twee gevallen waarbij de pandgever kan blijven beschikken over de in zekerheid gegeven girale activa, bespreking. Het betreft ten eerste het geval dat een pandrecht wordt gevestigd op girale effecten ten behoeve van de intermediair waar de effectenrekening wordt aangehouden. Daartoe volstaat een overeenkomst tussen de pandgever en de intermediair, zodat niet is uitgesloten dat de beschikkingsmacht over de girale effecten bij de pandgever ligt.⁵⁸ Het tweede geval betreft de openbare verpanding van giraal geld aan de *account bank* of een derde waarbij de pandgever de bevoegdheid krijgt om over het saldo te beschikken en deze bevoegdheid pas verliest wanneer zich een executiegrond voordoet.

Zoals eerder aan bod kwam, heeft openbare verpanding in beginsel tot gevolg dat de bevoegdheid om 'in en buiten rechte nakoming [van de vordering] te eisen en betalingen in ontvangst te nemen' overgaat naar de pandhouder.⁵⁹ Echter, volgens art. 3:246 lid 4 BW kan de pandgever deze bevoegdheden uitoefenen wanneer hij daartoe toestemming heeft verkregen van de pandhouder. Op grond van deze bepaling wordt in de praktijk aan de pandgever toestemming gegeven

57 Diamant 2012, § 4.1.2. Vgl. Company Security Interests-report, nr. 5.57.

58 Art. 21 Wge. *Prime brokerage agreements* bevatten vaak de clause dat de intermediair de zekerheidsgever toestaat over het onderpand te beschikken, zie Financial Market Law Commission, 'Issue 87 – Control. Gray v. G-T-P Group Ltd', 2010, p. 10, beschikbaar via <http://www.fmlc.org/fmlc-papers.html>.

59 Zie § 5.2.3.1.

om over het girale saldo te blijven beschikken tot nader order.⁶⁰ In dat geval lijkt er echter geen sprake te zijn van ‘bezit of controle’, omdat de beschikkingsmacht niet aan de pandgever is onttrokken.

In de literatuur wordt er verschillend gedacht over de vraag of er in de bovenstaande twee gevallen sprake is van ‘bezit of controle’. Volgens Rank is het ‘goed verdedigbaar’ dat er in de bovengenoemde situaties wel aan het controlevereiste is voldaan zolang de zekerheidsnemer maar te allen tijde de juridische bevoegdheid heeft om een eind te maken aan de beschikking door de zekerheidsgever.⁶¹ Keijser en Keijser stellen de vraag of een levering *constituto possessorio*⁶² en een stil en bezitloos pandrecht voldoen aan het vereiste van art. 2 lid 2 Collateral Richtlijn⁶³ en beantwoorden deze vragen vervolgens ontkennend.⁶⁴ Uit de ontkennende beantwoording van deze vragen kan worden afgeleid dat zij het controlevereiste op dezelfde ‘strengere’ wijze interpreteren als de Nederlandse wetgever: het gaat erom dat de girale activa aan de beschikkingsmacht van de pandgever zijn onttrokken. Ik heb eveneens verdedigd, mede op basis van de uitleg die aan het controlevereiste in de Engelse rechtspraak is gegeven, dat er geen sprake is van ‘bezit of controle’ wanneer de pandgever tot nader order kan blijven beschikken over de in zekerheid gegeven girale activa.⁶⁵

Mijn standpunt is bestreden door Van Vliet. Hij betoogt dat

‘(...) gezien de ratio van dit vereiste (het tegengaan van fraude) dit vereiste soepeler kan worden geïnterpreteerd dan zij voorstelt. De Engelse rechtspraak is niet zonder meer maatgevend voor Nederland omdat het Nederlandse recht, anders dan het Engelse recht (s. 3 Financial Collateral Arrangements (No. 2) Regulations 2003), het vereiste van ‘possession’ en ‘control’ niet in zijn wetgeving heeft opgenomen. Het Nederlandse recht lijkt dus meer vormen van pandrecht onder de fzo-regeling te brengen. Dat zou toegestaan zijn indien de fzo-richtlijnen gezien kunnen worden als minimumharmonisatie.’⁶⁶

Mijns inziens merkt Van Vliet terecht op dat een pandrecht waarbij de pandgever kan blijven beschikken over het verpande girale geld, onder het toepassingsbereik van de Nederlandse implementatiewetgeving kan vallen indien de Collateral

60 Zie voor een antwoord de vraag waarom voor deze, enigszins omslachtige constructie wordt gekozen en niet voor de vestiging van een stil pandrecht dat zich kenmerkt door het feit dat het girale saldo in de ‘macht’ van de pandgever blijft, § 5.2.3.1.

61 Rank (T&C Burgerlijk Wetboek), art. 7:51 BW, nr. 2.

62 De vraag of een levering per *constitutio possessorium* aan het controlevereiste voldoet, is strikt genomen alleen relevant in het kader van effecten waarbij de levering plaatsvindt door overgave van het waardepapier, zoals bij effecten aan toonder. Art. 3:115 sub a BW bepaalt immers dat een levering c.p. inhoudt dat ‘de vervreemder de *zaak* bezit en hij haar krachtens een bij de levering gemaakt beding voortaan voor de verkrijger houdt’ [cursivering JD].

63 Keijser & Keijser 2008, p. 17.

64 Keijser & Keijser 2008, p. 18 en 19.

65 Zie Diamant 2012.

66 Van Vliet 2013, nr. 83, voetnoot 65. Overigens kan ik mij niet vinden in Van Vliets standpunt dat ‘een stil pandrecht lijkt [te zijn] toegestaan’ of, anders gezegd, dat bij de verpanding van giraal geld aan het controlevereiste kan worden voldaan door registratie van de pandakte. Registratie is immers, zoals uit § 5.4.3 bleek, een in de zin van art. 3 lid 1 Collateral Richtlijn verboden formaliteit. Het feit dat voor het in zekerheid geven van *kredietvorderingen* in art. 3 lid 1, tweede zin Collateral Richtlijn registratie is toegestaan, brengt mijns inziens niet mee dat dit ook toegelaten zou zijn voor het in zekerheid geven van geld.

Richtlijn minimumharmonisatie beoogt.⁶⁷ Hij geeft daarmee echter geen antwoord op de vraag of, ervan uitgaande dat de Collateral Richtlijn geen minimumharmonisatie, maar maximumharmonisatie beoogt, er aan het controlevereiste is voldaan wanneer de zekerheidsgever kan blijven beschikken over de in zekerheid gegeven girale activa.⁶⁸ Naar mijn mening is het ter beantwoording van die vraag wel degelijk zinvol om naar de Engelse rechtspraak over het controlevereiste te kijken. Het gaat hier immers om de uitleg van een begrip dat uit een Europese richtlijn afkomstig is en dat dus richtlijnconform geïnterpreteerd dient te worden. Wat richtlijnconforme interpretatie van het controlevereiste in mijn ogen inhoudt, komt aan bod in § 6.4.

De vraag of er aan het controlevereiste is voldaan wanneer de zekerheidsgever kan blijven beschikken over de in zekerheid gegeven girale activa heeft opvallend veel raakvlakken met een in de Nederlandse literatuur gevoerde discussie die dateert van ruime tijd voor totstandkoming van de Collateral Richtlijn. Het gaat om de vraag of de openbare verpanding van een giraal saldo aan de *account bank* geldig is wanneer de pandgever een blanco toestemming wordt gegeven op grond van art. 3:246 lid 4 BW om over het saldo op de rekening te beschikken.

Wibier betoogt dat het vestigen van een openbaar pandrecht veronderstelt dat de te verpanden vordering ‘uit de macht van de pandgever en in de macht (dat wil zeggen onder de controle) wordt gebracht van de pandhouder’.⁶⁹ Dat volgt volgens hem uit de analogie tussen vestigingsformaliteiten voor verpanding van roerende zaken en de verpanding van vorderingen op dit punt. Hij baseert zich op het onder het oude recht gewezen *Pierson/Ontvanger*-arrest. In dat arrest overwoog de Hoge Raad dat

‘waar tot het wezen van een pandrecht op een vordering behoort dat de pandgever gedurende het bestaan van het pandrecht niet ten nadele van de pandhouder over de vordering mag beschikken, het standpunt van Pierson dat reeds ten tijde van de beslaglegging het door haar bedoelde pandrecht bestond, onverenigbaar is met ’s Hofs vorenbedoelde vaststelling dat Wassenbergh tot op dat moment tegenover Pierson kon beschikken over zijn rekening-courantsaldo; dat deze vaststelling van der pp. rechtsverhouding, als van feitelijke aard, in cassatie moet worden geëerbiedigd.’⁷⁰

Volgens Wibier is het op basis van deze argumenten op zijn minst twijfelachtig of voor een geldig openbaar pandrecht kan worden volstaan met een uit hoofde van art. 3:246 lid 4 BW verleende blanco toestemming om over de rekening te blijven beschikken. In dat geval wordt de pandgever op geen enkel moment de mogelijkheid ontnomen om over zijn saldo te blijven beschikken:

‘Het gaat erom of de vordering op de bank daadwerkelijk uit de macht van de pandgever is gebracht en (zolang het pandrecht in stand moest blijven) ook uit diens macht is gebleven

⁶⁷ Zie daarover § 6.3.1.

⁶⁸ Ook voor het standpunt dat de Collateral Richtlijn maximumharmonisatie beoogt, zijn goede argumenten aan te dragen, zie § 6.3.1.

⁶⁹ Wibier 2007, p. 28-29.

⁷⁰ HR 26 januari 1973, *NJ* 1973/219.

[Voetnoot: 'Vgl. de voor roerende zaken geldende regels van art. 3:258 lid 1 BW.', toevoeging JD]. Dat is niet het geval indien de pandgever kan blijven beschikken over de bankrekening. Slechts wanneer de pandhouder bij iedere afzonderlijke betalingsopdracht die door de pandgever wordt gegeven individueel toestemming zou geven en afstand zou doen van het pandrecht voor de betreffende girale beschikking ligt dat anders. Alleen dan oefent de pandhouder de voor een openbaar pandrecht noodzakelijke macht over de bankrekening uit.'⁷¹

De meeste auteurs zijn echter van mening dat een openbaar pandrecht waarbij de pandgever kan blijven beschikken over het girale geld uit hoofde van een generale toestemming door de pandhouder een geldig openbaar pandrecht oplevert.⁷² Zo betoogt Drinkhill dat wanneer op grond van art. 3:246 lid 4 BW een blanco toestemming wordt gegeven aan de pandgever om over de rekening te blijven beschikken sprake is van 'macht' door de pandhouder omdat de inningsbevoegdheid in eerste instantie bij de pandhouder ligt:

'Bij openbare verpanding geldt voorts dat de door de pandhouder te verlenen toestemming precies dat is wat zij zegt te zijn, namelijk een toestemming. De inningsbevoegdheid komt dus niet automatisch bij de pandgever te liggen, zoals bij een stil pandrecht. Het vereist een bewuste keuze van de pandhouder. Bovendien zal de toestemming geen onbeperkte zijn. De pandhouder zal deze kunnen intrekken overeenkomstig het bepaalde in de pandakte. Naar mijn mening is het daarom niet zo dat de pandhouder door het overeenkomen van een openbare verpanding met 'teruggave' van de inningsbevoegdheid de beschikkingsmacht over het rekening-courantsaldo verliest, zoals wordt betoogd.'⁷³

Volgens de heersende leer is een openbaar pandrecht op giraal geld waarbij de pandgever kan blijven beschikken over het girale geld, geldig. Dit roept de vraag op of dit óók betekent dat er in die gevallen sprake is van 'bezit of controle' van het girale geld. Volgens de Minister kunnen de begrippen 'macht' enerzijds en 'bezit of controle' anderzijds op één lijn gesteld worden. Dit leidt tot de conclusie dat in het geval dat de pandgever op grond van een uit hoofde van art. 3:246 lid 4 BW verleende blanco toestemming over de rekening kan blijven beschikken, aan het controlevereiste is voldaan. Echter, de Minister lijkt in de parlementaire stukken als maatstaf aan te leggen dat de beschikkingsmacht aan de pandgever moet zijn onttrokken. Daarvan is geen sprake wanneer de pandgever op grond van een blanco toestemming over de rekening kan blijven beschikken. De conclusie moet dan zijn dat ofwel 'macht' – in tegenstelling tot waar de Nederlandse wetgever van uitgaat – een ruimer begrip is dan 'bezit of controle', ofwel dat de wetgever dezelfde invulling geeft aan het begrip 'macht' als de minderheidsopvatting. Op de vraag of er sprake is van 'bezit of controle' van giraal geld wanneer de pandgever daarover kan blijven beschikken uit hoofde van een blanco toestemming, kom ik terug in § 6.4.

⁷¹ Wibier 2007, p. 32.

⁷² Zie Drinkhill 2009, p. 173, Van der Lely 2008, p. 72, Veder 2009, p. 23, Janssen 2008, p. 485 en Luijckx 2001, p. 971.

⁷³ Drinkhill 2009, p. 173.

6.3.4 Engels recht

In de FCAR is, in tegenstelling tot haar Nederlandse tegenhanger, wel het vereiste opgenomen dat girale activa ‘in het bezit of onder de controle’ van de zekerheidsnemer moeten komen. Echter, ‘bezit of controle’ is naar Engels recht slechts vereist bij een *security financial collateral arrangement*. Het controlevereiste maakt namelijk enkel deel uit van de definitie van *security financial collateral arrangement* en is niet opgenomen in de definitie van *title transfer financial collateral arrangement*.⁷⁴ De reden dat het controlevereiste geen deel uitmaakt van de definitie van *title transfer financial collateral arrangement* kan zijn dat de Engelse wetgever het controlevereiste beschouwt als een *perfection requirement*, terwijl *perfection requirements* enkel gelden voor beperkte zekerheidsrechten en niet voor de overdracht tot zekerheid van girale activa.⁷⁵ Zoals hiervoor aan de orde kwam, gaat zowel het Belgische, Duitse als Nederlandse recht uit van het tegenovergestelde standpunt, namelijk dat het controlevereiste geldt voor *beide* vormen van zekerheid op girale activa.

Recent is een gedeeltelijke definitie van het controlevereiste in de Engelse implementatiewetgeving opgenomen. Reg 3(2) FCAR beschrijft wanneer er sprake is van ‘bezit’ van girale activa:

‘(...) “possession” of financial collateral in the form of cash or financial instruments includes the case where financial collateral has been credited to an account in the name of the collateral-taker or a person acting on his behalf (...) provided that any rights the collateral-provider may have in relation to that financial collateral are limited to the right to substitute financial collateral of the same or greater value or to withdraw excess financial collateral.’

Girale activa zijn dus in ieder geval ‘in het bezit’ van de zekerheidsnemer wanneer (i) deze zijn bijgeschreven op een rekening van de zekerheidsnemer althans een derde en (ii) de rechten van de zekerheidsgever beperkt zijn tot het recht op vervanging en het recht op restitutie van de overwaarde. Aangezien reg 3(2) FCAR geen limitatieve opsomming geeft, maar slechts één geval noemt wanneer er sprake is van ‘possession’, blijft de vraag open in welke andere situaties er sprake is van ‘bezit’ en wanneer er sprake is van ‘control’. In het bijzonder rijst de vraag of aan het controlevereiste is voldaan wanneer de zekerheidsgever kan blijven beschikken over het onderpand, zoals bij een *floating charge* het geval is.

⁷⁴ Zie reg 3 FCAR. Gullifer bespreekt het controlevereiste onder het kopje ‘Security interests which fall within the FCARs’ en laat het controlevereiste onder het kopje ‘Title transfer financial collateral arrangements within the FCARs’ buiten beschouwing (Goode/Gullifer 2013, nr. 6.32 resp. nr. 6.31).

⁷⁵ Vgl. Goode/Gullifer 2013, nr. 6.32, voetnoot 224. Zij verwijst naar de negende overweging van de considerans, waarin het controlevereiste wordt omschreven als ‘the only perfection requirement (...) which national law may impose’.

Een aanzet tot de invulling van het begrip ‘*possession or control*’ is gedaan door de *Law Commission* in het rapport *Company Security Interests*⁷⁶ en door Beale in *The Law of Personal Property Security*⁷⁷. Zowel de *Law Commission* als Beale gaat ervan uit dat het alleen mogelijk is om bezit (*possession*) te hebben van zaken (*tangibles*, zoals effecten aan toonder). ‘Bezit’ van vermogensrechten (*intangibles*) is niet mogelijk, zodat het bij girale activa gaat om de vraag of er sprake is van ‘*control*’.⁷⁸ In het rapport van de *Law Commission* worden twee vormen van ‘controle’ onderscheiden: ‘*positive control*’ en ‘*negative control*’. In het rapport wordt daarover opgemerkt:

*‘A chargee who has secured the agreement of the intermediary to comply with the chargee’s instructions without further consent from the entitlement holder has what we call ‘positive’ control. It enables the secured party to realise the collateral forthwith. This may be contrasted with having only the right to prevent the debtor from disposing of the collateral, which may be called ‘negative’ control.’*⁷⁹

Van ‘*negative control*’ is volgens het rapport onder meer sprake wanneer de *chargee* mededeling heeft gedaan aan de *account bank* van de *assignment* of *fixed charge*.⁸⁰ In dat geval kan de debiteur van de vordering – de *account bank* – alleen bevrijdend betalen aan de zekerheidsnemer en niet meer aan de zekerheidsgever. De *account bank* zal de instructies van de zekerheidsgever derhalve niet opvolgen en zo wordt de zekerheidsgever de mogelijkheid ontnomen om over het girale geld te beschikken (*‘to deal with the debt’*). Van (enkel) ‘*positive control*’ is onder andere sprake wanneer een *control agreement* wordt aangegaan. Dit houdt in dat partijen overeenkomen dat de intermediair de instructies van de zekerheidsnemer zal opvolgen zonder dat daarvoor toestemming van de zekerheidsgever noodzakelijk is. Een dergelijke afspraak sluit niet uit dat de zekerheidsgever over de girale activa kan blijven beschikken. Ten slotte kan er ook sprake zijn van zowel ‘*negative control*’ als ‘*positive control*’. Dat is het geval wanneer zekerheid wordt verschaft op effecten die direct worden gehouden via CREST, bijvoorbeeld door overboeking van de effecten in de naam van de zekerheidsnemer.⁸¹

De *Law Commission* stelde aanvankelijk voor om ‘*positive control*’ voor te schrijven als ‘*perfection requirement*’ voor het in zekerheid geven van girale activa naar het voorbeeld van het vereiste van ‘*control*’ dat (onder meer) *Article 9 Uniform Commercial Code* stelt aan het in zekerheid geven van girale activa.⁸²

76 The Law Commission, ‘Company Security Interests’, LAW COM No 296 (hierna: ‘Company Security Interests-report’), nr. 5.51 e.v. Een van de *law commissioners* is Hugh Beale. Het rapport gaat over de herziening van het Engelse zekerheidsrecht. In dat kader wordt ook aandacht besteed aan de Collateral Richtlijn en de FCAR. Het rapport is raadpleegbaar via: http://lawcommission.justice.gov.uk/docs/lc296_Company_Security_Interests.pdf.

77 In 2012 is van dit boek een tweede druk verschenen onder de titel *The Law of Security and Title-Based Finance*.

78 Deze gedachte is inmiddels achterhaald door de eerder genoemde wetswijziging. In de nieuwe editie van zijn boek verdedigt Beale deze opvatting niet langer, vgl. voetnoot 91 (hoofdstuk 6). Zie hierover tevens Look Chan Ho 2011, p. 163.

79 Company Security Interests-report, nr. 5.46.

80 Company Security Interests-report, nr. 5.46.

81 Zie hierover § 5.2.4.2.2.

82 Company Security Interests-report, nr. 5.12.

In haar uiteindelijke rapport is de commissie hierop teruggekomen omdat deze vorm van ‘control’ niet voldoende zou zijn voor het soort ‘controle’ dat de Collateral Richtlijn zou vereisen.⁸³ De commissie acht het in haar eindrapport aannemelijk dat wel aan het controlevereiste is voldaan wanneer er sprake is van ‘negative control’.⁸⁴ Dit leidt de commissie af uit de tiende overweging van de considerans die – in het Engels – luidt:

‘This Directive must provide a balance between market efficiency and the safety of the parties to the arrangement and third parties, thereby avoiding inter alia the risk of fraud. This balance should be achieved through the scope of this Directive covering only those financial collateral arrangements which provide for some form of dispossession, i.e. the provision of the financial collateral.’

Uit het begrip ‘dispossession’⁸⁵ volgt volgens de *Law Commission* dat de zekerheidsgever de mogelijkheid moet worden ontnomen om over het onderpand te kunnen beschikken:

‘Dispossession’ suggests that, for the collateral to be in the ‘possession or control’ of the collateral taker, at least the collateral provider must be prevented (whether legally or practically) from dealing with the collateral. This is ‘negative’ control.’⁸⁶

Het gaat er volgens de *Law Commission* dus om dat de zekerheidsgever niet langer de mogelijkheid heeft om te beschikken over de girale activa.⁸⁷ Als bijkomend argument voor deze interpretatie van ‘control’ voert de commissie aan dat een andere opvatting art. 2 lid 2, tweede zin Collateral Richtlijn zinledig zou maken.⁸⁸

De *Law Commission* sluit het rapport af met een ontwerpregeling voor (onder meer) het in zekerheid geven van girale activa door de zekerheidsnemer ‘control’ te verschaffen. De zekerheidsnemer heeft volgens die ontwerpregeling – verkort weergegeven – ‘control’ van girale activa wanneer (i) de zekerheidsnemer de *account provider* is, (ii) wanneer girale activa op een rekening op naam van de zekerheidsnemer staan en (iii) wanneer de *chargee* mededeling heeft gedaan aan *account bank* van de *assignment* of *fixed charge*.⁸⁹ De redenering van de commissie is echter niet geheel consistent. Volgens de commissie is ook sprake van ‘negative control’ wanneer girale activa in zekerheid worden gegeven op de onder (i) genoemde wijze, terwijl in dat geval niet is uitgesloten dat de zekerheidsgever over de girale activa kan beschikken.⁹⁰

83 Company Security Interests-report, nr. 5.42.

84 Company Security Interests-report, nr. 5.63.

85 In de Nederlandse versie wordt gesproken van ‘afstand van controle’.

86 Company Security Interests-report, nr. 5.52-5.54.

87 Vgl. Company Security Interests-report, nr. 5.70.

88 Company Security Interests-report, nr. 5.54, voetnoot 66.

89 Zie ontwerpartikel 40, zesde en zevende lid, vijfde lid resp. achtste lid (Company Security Interests-report, p. 201-202).

90 In nr. 5.76, voetnoot 92 van het Company Security Interests-report merkt de commissie weliswaar op dat er in dit geval geen behoefte bestaat aan registratie van het zekerheidsrecht omdat, kort gezegd, ‘unsecured creditors and other parties (including potential second secured parties) dealing with the company have a chance to discover the charge’, maar dit verklaart niet waarom er in casu wel voldaan is aan het controlevereiste.

Beale gaat er op grond van dezelfde argumenten als de *Law Commission* van uit dat ‘*possession or control*’⁹¹ inhoudt dat de zekerheidsgever geen ‘*general right to deal with the collateral*’ mag hebben. Hij ziet zich in dit betoog gesterkt door een uitspraak van de *High Court, Re F2G Realisations Limited (in liquidation)*.⁹² In die zaak ging het om gelden die door klanten van F2G werden gestort op een bankrekening in naam van G-T-P. De gelden werden door G-T-P onder trustverband gehouden voor F2G. Op grond van artikel 2 van de *Declaration of Trust* was G-T-P (de *trustee*) verplicht om de instructies die door F2G (de *beneficiary*) met betrekking tot het girale geld werden gegeven, uit te voeren, terwijl G-T-P volgens artikel 3 onder bepaalde omstandigheden (bijvoorbeeld in geval van wanprestatie door of insolventie van F2G) gelden van de rekening mocht opnemen en verrekenen met haar vorderingen op F2G.

De eerste vraag die de rechter van de *High Court*, Vos J, moest beantwoorden, was of er tussen partijen een zekerheidsrecht tot stand is gekomen. Hij constateert dat partijen hebben beoogd een *floating charge* te creëren. Er had echter geen registratie van de *floating charge* plaatsgevonden. Hierdoor kon het zekerheidsrecht in het faillissement van F2G niet aan de curator worden tegengeworpen. G-T-P betoogde dat het zekerheidsrecht wel aan de curator kon worden tegengeworpen. In haar ogen was er aan het controlevereiste voldaan, zodat aan alle vereisten van een *financial collateral arrangement* was voldaan en het zekerheidsrecht geen registratie behoefde op grond van reg 4(4) FCAR. De rechter gaat hier niet in mee omdat er volgens hem geen sprake is van ‘*possession or control*’. Volgens hem is het noodzakelijk dat ‘*the collateral taker has the legal right to deal with the collateral*’. Vos J voert voor dit standpunt drie argumenten aan:

*‘The first is the provision of the second paragraph of Article 2.2 of the Directive which is reflected in the definition in the Regulations. It would be at least surprising if the commission had thought it necessary to include that paragraph if control simply meant administrative control over the collateral rather than the legal right to control the collateral. One might ask rhetorically why one would want to state specifically that a right to withdraw excess financial collateral would not prevent the Regulations applying if the Regulations applied anyway when one could withdraw the entirety of the collateral as a matter of legal right.’*⁹³

The second point that I find compelling is the tenth Recital in the Directive which makes clear that the Directive is only intended to cover those financial collateral arrangements which provide for some form of dispossession. Whilst one might have some difficulty with the term “dispossession” as a matter of English law, it is relatively clear from the usage in the Directive that it is talking about a situation in which the legal right to the charged asset is removed from the collateral provider. That is not the case here since, as I have already pointed out in my

91 Beale betoogt in de tweede druk van zijn boek dat ‘*possession and control*’ niet als twee verschillende concepten gezien moeten worden, maar beter beschouwd kunnen worden als ‘*a composite phrase designed simply to reflect different words and concepts used in the various national laws of the EU Member States*’ (Beale e.a. 2012, nr. 3.38).

92 High Court of Justice Chancery Division 7 mei 2010, [2010] EWHC 1772 (Ch). De uitspraak wordt besproken door Chell, Meinertz & Walter 2013, Goldsworthy 2013 en Hilliard 2013.

93 Vgl. Company Security Interests-report, nr. 5.54, voetnoot 66.

*treatment of the question of whether there is a floating charge at all, G-T-P has no legal right to use the money in the account at all until one of the events in clause 3 takes place.*⁹⁴

*Thirdly, I accept Professor Beale's contention that "control" in the Directive is referring to negative control in the sense that the collateral taker can prevent the collateral provider from dealing with the charged assets. If the collateral taker cannot prevent the collateral provider from dealing with the charged assets, then he does not in any legal sense have control. He only has control in an administrative or practical sense which is insufficient for the application of the Regulations.*⁹⁵

Het gaat er volgens Vos J dus in essentie om dat de zekerheidsnemer de bevoegdheid heeft om de zekerheidsgever te verhinderen te beschikken over de girale activa. Aangezien in casu G-T-P de instructies van F2G met betrekking tot het girale geld moest opvolgen totdat zich een van de in artikel 3 van de *Declaration of Trust* genoemde omstandigheden zou voordoen, heeft G-T-P geen 'legal control'. Het feit dat het girale geld niet kon worden overgeboekt zonder medewerking van de zekerheidsnemer, hetgeen in casu het geval was aangezien het girale geld op een rekening op naam van de zekerheidsnemer stond, geeft de zekerheidsnemer weliswaar 'administrative control', maar dat volstaat volgens Vos J niet voor 'possession or control'.

Beale betoogt, op basis van *Re F2G Realisations Limited (in liquidation)* en in lijn met de toets die is aangelegd in *Re Spectrum Plus* om te bepalen of er sprake is van een *fixed charge* op vorderingen,⁹⁶ dat een tweeledige toets moet worden aangelegd. Ten eerste moet de zekerheidsgever juridisch de mogelijkheid worden ontzegd om over het onderpand te beschikken, met dien verstande dat een recht op vervanging en restitutie van de overwaarde niet aan 'bezit of controle' in de weg staan.⁹⁷ Ten tweede moet worden getoetst of dit recht in de praktijk wordt uitgeoefend. Het is met andere woorden noodzakelijk dat de zekerheidsgever het recht wordt ontnomen om over de girale activa te beschikken ('negative legal control') en dat partijen zich dienen te gedragen in overeenstemming met die afspraak ('negative practical control').⁹⁸ 'Practical control' komt erop neer dat de rekening feitelijk moet worden geblokkeerd. Gullifer lijkt zich bij Beale's interpretatie van het controlevereiste aan te sluiten:

*'Thus it might seem that both legal and practical control are required for a security arrangement to fall within the FCARs.'*⁹⁹

Het vereisen van 'legal and practical control' van giraal geld betekent volgens Beale concreet dat de *chargee* mededeling moet doen aan de *account bank* van

⁹⁴ Vgl. Company Security Interests-report, nr. 5.54.

⁹⁵ High Court of Justice Chancery Division 7 mei 2010, [2010] EWHC 1772 (Ch) 60-62.

⁹⁶ House of Lords 30 juni 2005, [2005] 3 W.L.R. 58, p. 111 (*National Westminster Bank plc v Spectrum Plus Ltd*).

⁹⁷ Beale e.a. 2012, nr. 3.33 en nr. 3.40 e.v.

⁹⁸ Beale e.a. 2012, nr. 3.42-3.44. In dezelfde zin Goode/Gullifer 2013, nr. 6.36.

⁹⁹ Goode/Gullifer 2013, nr. 6.36.

de *assignment* of *fixed charge*.¹⁰⁰ Wanneer de zekerheidsnemer de *account bank* is, moet de *account bank* de rekening in beginsel blokkeren, zij het dat de zekerheidsgever een recht op vervanging en restitutie van de overwaarde kan worden toegekend.¹⁰¹ Volgens Beale is er alleen sprake van '*possession or control*' van effecten wanneer (i) de *chargee* mededeling heeft gedaan aan de intermediair van de *assignment* of *fixed charge* of (ii) de girale effecten zijn overgeboekt op een rekening van de zekerheidsnemer, mits de rechten van de zekerheidsgever beperkt zijn tot een recht op vervanging en een recht op restitutie van de overwaarde.¹⁰² Indien girale effecten in zekerheid worden gegeven aan de intermediair, moet de rekening feitelijk geblokkeerd worden.¹⁰³ Door strikt door te voeren dat de zekerheidsnemer en zekerheidsgever zich conform de gemaakte afspraak – het toekennen van '*legal control*' aan de zekerheidsnemer – moet gedragen ('*practical control*'), komt Beale (gedeeltelijk) tot een andere uitkomst dan de *Law Commission* en de uitspraak van de *High Court* in een andere zaak: *Re Lehman Brothers International (Europe) (in administration)*.¹⁰⁴

In die zaak staat de tussen Lehman Brothers International (Europe) (hierna: 'LBIE') en haar dochteronderneming, Lehman Brothers Finance SA (hierna: 'LBF') gesloten *Master Custody Agreement* (hierna: 'MCA') centraal. Op grond van de MCA verleent LBIE effectenbewaardiensten aan LBF. Art. 13 MCA bepaalt dat een zekerheidsrecht ('*general lien*') wordt gevestigd op alle goederen die gehouden worden door LBIE voor LBF en toebehoren aan LBF – het gaat in het bijzonder om girale effecten – ten behoeve van LBIE én met haar verbonden ondernemingen ('*any Lehman Brothers entity*').¹⁰⁵ Art. 9 MCA bepaalt onder meer dat:

'The Custodian [LBIE] shall have no obligation to deliver the Property of the Client where the Custodian believes that there may be insufficient Property in the Custody Account to cover any exposure that the Custodian has to the Client.'

Door de rechter van de *High Court*, Briggs J, wordt vastgesteld dat LBIE en LBF hebben beoogd een *floating charge* tot stand te brengen. Aangezien dit zekerheidsrecht niet was geregistreerd door LBIE, komt het ook in deze zaak aan op de vraag of de *charge* toch aan de curator van LBIE tegengeworpen kan worden nu de girale effecten '*in the possession or under the control*' van de zekerheidsnemer zijn gebracht en daarmee onder de FCAR vallen.

Briggs J volgt het oordeel in *Re F2G Realisations Limited (in liquidation)*.¹⁰⁶ Ook hij meent dat er sprake moet zijn van '*dispossession*' teneinde aan het controlevereiste te voldoen.¹⁰⁷ Daarvan is in ieder geval geen sprake wanneer de

¹⁰⁰ Beale e.a. 2012, nr. 3.72 en 3.73.

¹⁰¹ Beale e.a. 2012, nr. 3.75.

¹⁰² Beale e.a. 2012, nr. 3.56 en 3.58.

¹⁰³ Beale e.a. 2012, nr. 3.59.

¹⁰⁴ High Court of Justice Chancery Division 2 november 2012, [2012] EWHC 2997 (Ch).

¹⁰⁵ Om deze reden wordt de zaak ook wel aangeduid als de '*Extended Liens Case*'.

¹⁰⁶ Aldus ook Goode/Gullifer 2013, nr. 6.34.

¹⁰⁷ High Court of Justice Chancery Division 2 november 2012, [2012] EWHC 2997 (Ch) 128.

zekerheidsgever vrijelijk kan blijven beschikken over de in zekerheid gegeven girale effecten:

*'More generally it seems to me that the concept of dispossession of the collateral provider is little more than meaningless if the terms of the arrangement are such that the provider can demand, at any time, either the return of the collateral, or its disposition in accordance with the provider's instructions, without any right in the collateral taker to refuse. Not only is it meaningless to speak in those circumstances of the collateral taker being in control of the collateral, it is also contrary to business commonsense to describe the taker as being, in any commercial sense, in possession of it.'*¹⁰⁸

Wanneer alleen de relatie tussen LBF en LBIE in ogenschouw wordt genomen, is er volgens Briggs J sprake van *'possession or control'*. Op grond van art. 9 MCA was LBIE namelijk niet verplicht om de instructies van LBF op te volgen wanneer de waarde van de door LBIE aangehouden effecten onvoldoende was om de verplichtingen van LBF jegens LBIE te dekken.¹⁰⁹ Echter, in de relatie tussen LBF en de met LBIE verbonden ondernemingen (die op grond van art. 13 MCA tevens zekerheid hadden verkregen op de girale effecten die LBF aanhield bij LBIE) is er geen sprake van *'possession or control'* aangezien de met LBIE verbonden ondernemingen niet een (zoals in art. 9 MCA omschreven) *'right of retainer'* toekwamen. LBF kon dus in de relatie tot de met LBIE verbonden ondernemingen blijven beschikken over de girale effecten en had daarmee meer rechten met betrekking tot die activa dan het vereiste van *'possession or control'* toelaat (te weten: het recht op vervanging en het recht op restitutie van de overwaarde).¹¹⁰

In plaats van de vraag of er sprake is van *'possession or control'* voor beide zekerheidsrechten afzonderlijk te behandelen, meent Briggs J dat deze vraag voor beide tezamen beantwoord moet worden omdat LBIE en de met LBIE verbonden ondernemingen zekerheid hadden bedongen op dezelfde activa. Hij komt tot de conclusie dat er in casu geen sprake is van *'possession or control'* omdat *'leaving aside the debts to LBIE, LBF could do what it liked with the property, regardless of its liabilities to LBIE's affiliates'*.¹¹¹

Ten slotte adresseert Briggs J de vraag of feitelijk ook gebruik werd gemaakt door LBIE van het aan hem toegekende *'right of retainer'*. Hij komt tot de conclusie dat LBIE geen enkel *'legal right of control'* uitoefende dat hem toekwam op grond van de MCA.¹¹² Dit leidt er volgens Briggs J echter niet toe dat, voor zover in hoger beroep zou worden geoordeeld dat de zekerheidsrechten afzonderlijk van elkaar zouden moeten worden behandeld, er in de relatie tussen

¹⁰⁸ High Court of Justice Chancery Division 2 november 2012, [2012] EWHC 2997 (Ch) 134.

¹⁰⁹ High Court of Justice Chancery Division 2 november 2012, [2012] EWHC 2997 (Ch) 142 e.v.

¹¹⁰ High Court of Justice Chancery Division 2 november 2012, [2012] EWHC 2997 (Ch) 147.

¹¹¹ *Idem*.

¹¹² High Court of Justice Chancery Division 2 november 2012, [2012] EWHC 2997 (Ch) 150. Uit het feitencomplex blijkt dat de MCA alleen was aangegaan teneinde te voldoen aan Taiwanese toezichtswetgeving die vereiste om op schrift te hebben welke verplichtingen LBIE als bewaarder van LBF's effecten jegens LBF heeft.

LBIE en LBF geen sprake zou zijn van ‘*possession or control*’.¹¹³ Daartoe voert hij aan dat de feitelijke handelingen van partijen niet in acht dienen te worden genomen nu art. 9 MCA de zekerheidsnemer onmiskenbaar een ‘*right of retainer*’ toekent en dit niet gezien kan worden als een ‘*sham*’.¹¹⁴ In tegenstelling tot Beale acht Briggs J ‘*practical control*’ dus niet noodzakelijk. ‘*Negative legal control*’ is voldoende.

Samengevat komt de positie naar Engels recht op het volgende neer. Er is sprake van ‘*possession*’ van girale activa indien ‘*[the] financial collateral has been credited to an account in the name of the collateral-taker or a person acting on his behalf (...) provided that any rights the collateral-provider may have in relation to that financial collateral are limited to the right to substitute financial collateral of the same or greater value or to withdraw excess financial collateral*’. ‘*Control*’ wordt, zowel in de rechtspraak als literatuur, geïnterpreteerd als ‘*negative control*’. Dit houdt in dat de zekerheidsgever niet langer over de in zekerheid gegeven girale activa moet kunnen beschikken. De zekerheidsnemer moet in ieder geval de bevoegdheid hebben om de zekerheidsgever te verhinderen te beschikken over de girale activa (‘*negative legal control*’). Volgens Beale is daarnaast ‘*practical control*’ vereist, dat wil zeggen dat de zekerheidsgever ook feitelijk verhinderd moet worden om over het onderpand te beschikken.

6.3.5 Conclusie

Het controlevereiste is een van de kernbegrippen van de Collateral Richtlijn en, in het verlengde daarvan, de nationale implementatiewetgeving. Toch bestaat er onduidelijkheid over de vraag wat ‘bezit of controle’ inhoudt en daarmee de vraag wanneer de Collateral Richtlijn resp. de toepasselijke implementatiewetgeving van toepassing is. In de woorden van McGrath:

‘(...) the European legislature has remained silent on the interpretation of one of the Directive’s core concepts. The Directive is couched in vague terms which are not capable of ready application to the facts of individual cases at national level.’¹¹⁵

Onduidelijkheid omtrent de betekenis van het controlevereiste heeft ertoe geleid dat nationale wetgevers, rechters en juridische auteurs het controlevereiste overeenkomstig vergelijkbare, nationaalrechtelijke concepten interpreteren. Zo wordt in België het controlevereiste vergeleken met het vereiste van buitenbezitstelling zoals neergelegd in art. 2075 lid 1 BBW, terwijl in het Engelse recht de vergelijking wordt getrokken met ‘*control*’. In Nederland wordt ‘bezit of controle’ gelijkgesteld aan het begrip ‘macht’.

¹¹³ High Court of Justice Chancery Division 2 november 2012, [2012] EWHC 2997 (Ch) 151.

¹¹⁴ Een ‘*sham*’ wordt door Diplock L.J. als volgt omschreven: ‘*Acts done or documents executed by the parties to the ‘sham’ which are intended by them to give to third parties or to the court the appearance of creating between the parties legal rights and obligations different from the actual legal rights and obligations (if any) which the parties intend to create*’ (Court of Appeal 17 januari 1967, [1967] 2 Q.B. 786, p. 802 (*Snook v. London and West Riding Investments Ltd*)).

¹¹⁵ McGrath 2011, p. 7.

Grofweg kunnen twee wijzen onderscheiden worden waarop de nationaalrechtelijke begrippen ‘macht’, ‘*control*’ en ‘bezit’ geïnterpreteerd worden. De eerste benadering vereist dat de beschikkingsmacht over de girale activa aan de zekerheidsgever moet zijn onttrokken (de ‘strikte’ interpretatie). Op deze wijze wordt ‘*control*’ ingevuld door de Engelse rechtspraak en wordt tevens het begrip ‘macht’ door een minderheid in de Nederlandse literatuur ingevuld. Uit de parlementaire geschiedenis lijkt te volgen dat dit ook de benadering van de Nederlandse wetgever is.¹¹⁶ In de tweede benadering kan de zekerheidsgever blijven beschikken over de girale activa. Dit is de manier waarop de meerderheid in de Nederlandse literatuur het begrip ‘macht’ invult en de benadering van het begrip ‘bezit’ in het Belgische recht. ‘Macht’ of ‘bezit’ door de zekerheidsnemer is er in deze benadering in gelegen dat de zekerheidsnemer de *mogelijkheid* heeft om op ieder gewenst moment een einde te maken aan de beschikking door de zekerheidsgever (de ‘ruime’ interpretatie).

Het controlevereiste wordt in het Belgische, Nederlandse en Engelse recht op dezelfde wijze geïnterpreteerd als de hierboven genoemde nationaalrechtelijke begrippen (‘bezit’, ‘macht’ resp. ‘*control*’). Dit heeft geleid tot uiteenlopende interpretaties van het controlevereiste. Volgens de eerste, ‘strikte’ zienswijze is er alleen sprake van ‘bezit of controle’ wanneer de zekerheidsgever niet over de in zekerheid gegeven girale activa kan beschikken, met dien verstande dat, gezien het in art. 2 lid 2, tweede zin Collateral Richtlijn bepaalde, een recht op vervanging en restitutie van de overwaarde niet aan ‘bezit of controle’ in de weg staan. Deze zienswijze wordt verkozen in de Engelse literatuur en rechtspraak en uit de parlementaire geschiedenis lijkt te volgen dat dit tevens de benadering van de Nederlandse wetgever is. Hiertegenover staat de ‘ruime’ opvatting, inhoudende dat er ook sprake kan zijn van ‘bezit of controle’ wanneer de zekerheidsgever kan blijven beschikken over de girale activa. ‘Bezit of controle’ is in dat geval gelegen in de *mogelijkheid* om op ieder moment een einde te maken aan de beschikking door de zekerheidsgever. Dit is de manier waarop het controlevereiste in het Belgische recht wordt geïnterpreteerd.

6.4 Richtlijnconforme interpretatie van het controlevereiste

6.4.1 Inleiding

Welk van beide opvattingen juist is, moet bepaald worden aan de hand van richtlijnconforme interpretatie.¹¹⁷ Dit is vaste rechtspraak van het Europese Hof

¹¹⁶ Zie echter § 6.3.3, waarin wordt gesteld dat uit de parlementaire geschiedenis ook zou kunnen worden afgeleid dat er ook sprake is van ‘bezit of controle’ wanneer de pandgever kan blijven beschikken over de girale activa.

¹¹⁷ Zo ook Vos J in *Re F2G Realisations* (High Court of Justice Chancery Division 7 mei 2010, [2010] EWHC 1772 (Ch) 57): ‘It [het controlevereiste, toevoeging JD] is a point which is obviously of some complexity and difficulty. It requires also an understanding of the legislative intent behind the Directive and the Regulations. First of all, in reaching my conclusion, I have had regard to the fact that the Directive is the dominant piece of legislation and the Directive is intended to take effect throughout the EU. It would therefore not be right to construe it according to English law principles or to understand it as being specifically and only applicable to any one national law.’. Zie tevens High Court of Justice Chancery Division 2 november 2012, [2012] EWHC 2997 (Ch) 105.

van Justitie. Richtlijnconforme interpretatie houdt in dat de bepalingen van nationaal recht die richtlijnbeoordelingen (in dit geval: art. 2 lid 2 Collateral Richtlijn) omzetten, moeten worden uitgelegd ‘in het licht van de bewoordingen en het doel van de relevante richtlijn teneinde het door de richtlijn beoogde resultaat te bereiken’.¹¹⁸ De wijze waarop vergelijkbare nationaalrechtelijke begrippen worden geïnterpreteerd, is dus niet van doorslaggevend belang bij de interpretatie van het controlevereiste;¹¹⁹ van belang zijn de bewoordingen en het met de richtlijn te bereiken doel. In de volgende paragrafen wordt onderzocht of aan de hand van de bewoordingen en het doel van de richtlijn kan worden vastgesteld wat ‘bezit of controle’ inhoudt.

6.4.2 De bewoordingen van de richtlijn

Art. 2 lid 2 Collateral Richtlijn bepaalt dat het controlevereiste ziet ‘op een situatie waarin de als zekerheid verschafte financiële activa daadwerkelijk worden geleverd, overgedragen, gehouden, ingeschreven in een register of anderszids gekwalificeerd, zodat zij in het bezit of onder de controle komen van de zekerheidsnemer of een persoon die namens de zekerheidsnemer optreedt’. In de Engelse literatuur en rechtspraak wordt erop gewezen dat uit deze bewoordingen en in het bijzonder de tiende overweging van de considerans, meer specifiek de woorden ‘afstand van controle’ (*dispossession*), volgt dat ‘bezit of controle’ ‘strikt’ geïnterpreteerd moet worden. Dit houdt in dat de zekerheidsgever de bevoegdheid moet worden ontnomen om over de in zekerheid gegeven girale activa te beschikken en dat partijen daadwerkelijk gevolg moeten geven aan deze bevoegdheidsverdeling.¹²⁰ Een tweede argument voor deze interpretatie wordt in de Engelse literatuur en rechtspraak afgeleid uit art. 2 lid 2, tweede zin Collateral Richtlijn. Uit het feit dat dat artikel bepaalt dat een recht op restitutie van de overwaarde en een recht op vervanging niet aan ‘bezit of controle’ in de weg staan, volgt dat de bevoegdheid van de zekerheidsgever om over de girale activa te blijven beschikken, in strijd is met het controlevereiste.¹²¹

Mijns inziens laat de tekst van art. 2 lid 2 Collateral Richtlijn evenals de tiende overweging van de considerans ook de interpretatie toe dat er sprake is van ‘bezit of controle’ wanneer de zekerheidsgever over de girale activa kan blijven beschikken. Een argument voor die stelling is te ontleen aan de Duitse versie van art. 2 lid 2, eerste zin Collateral Richtlijn die enigszins afwijkt van de Nederlandse en Engelse tekst. De Duitse versie luidt als volgt:

“Bestellung” bzw. “bestellt” im Sinne dieser Richtlinie bedeutet, dass dem Sicherungsnehmer oder seinem Vertreter eine Finanzsicherheit geliefert oder im Wege des Effektengiros gutge-

118 Zie onder meer HvJ EU 5 Oktober 2004, C-397-403/01, nr. 119 (Pfeiffer).

119 Zo ook Look Chan Ho 2011, p. 162. Zie ook voetnoot 117 (hoofdstuk 6).

120 Dit argument is voor het eerst aangevoerd door de *Law Commission* en wordt gevolgd door Beale en in *Re F2G Realisations Limited (in liquidation)*, zie § 6.3.4.

121 Zie *Company Security Interests-report*, nr. 5.54, voetnoot 66 en High Court of Justice Chancery Division 7 mei 2010, [2010] EWHC 1772 (Ch) 61.

schrieben wurde oder ihnen auf sonstige Weise der Besitz oder die Kontrolle daran verschafft wurde, sofern er den Besitz oder die Kontrolle nicht bereits innehatte. [Onderstreping JD]

Relevant is het slot van deze bepaling. Het toont aan dat er situaties denkbaar zijn waarbij de zekerheidsnemer reeds voordat hem girale activa in zekerheid worden gegeven – en dus op het moment dat de zekerheidsgever nog zonder enige beperking over de girale activa kan beschikken – ‘bezit of controle’ heeft over die girale activa. Dat impliceert dat er ook sprake kan zijn van ‘bezit of controle’ wanneer de beschikkingsmacht niet aan de zekerheidsgever is onttrokken. Bij deze situatie kan ik mij enkel het geval voorstellen dat girale activa in zekerheid worden gegeven aan de *account provider*. ‘Bezit of controle’ heeft in dat geval betrekking op de *mogelijkheid* van de *account provider* om op ieder gewenst moment, bijvoorbeeld wanneer zich een executiegrond voordoet of wanneer de waarde van het onderpand lager is dan hoogte van de verzekerde verplichting, een einde te maken aan de beschikking door de zekerheidsgever. In het verlengde hiervan kan betoogd worden dat ook in het geval dat de zekerheidsnemer niet de *account provider* is, er sprake is van ‘bezit of controle’ indien de zekerheidsnemer op ieder gewenst moment een einde kan maken aan de beschikking door de zekerheidsgever. Ook dan is ‘bezit of controle’ is gelegen in de *mogelijkheid* om op ieder gewenst moment ‘bezit of controle’ van de girale activa te nemen.

Ook het tweede argument kan worden weerlegd. Het is immers goed denkbaar dat deze bepaling is opgenomen om te voorkomen dat girale activa die in zekerheid zijn gegeven in het kader van *margin maintenance*-bepalingen, buiten het toepassingsbereik van de Collateral Richtlijn zouden vallen.¹²² Met art. 2 lid 2, tweede zin Collateral Richtlijn is dan geenszins beoogd om financiëlezekerheidsarrangementen waarbij de zekerheidsgever de bevoegdheid heeft om over het girale saldo te beschikken, principieel uit te sluiten. Veeleer wordt beoogd duidelijk te maken dat deze in de praktijk veelvoorkomende afspraken er niet aan in de weg staan dat de girale activa ‘in het bezit of onder de controle’ van de zekerheidsnemer zijn en de Collateral Richtlijn daarop dus van toepassing is. Steun voor deze opvatting biedt de uitspraak *Re Lehman Brothers International (Europe) (in administration)*, waarin Briggs J het volgende overweegt:

*‘I am not however persuaded (as HM Treasury apparently has been) that the final sentence of Article 2.2 is a comprehensive description of the rights which may, after a qualifying provision, nonetheless reside with the collateral provider, such that the enjoyment by the provider of any different or wider rights would be fatal to the requirement for provision. It may well be that the draftsman regarded rights of substitution and withdrawal of excess as so common within modern forms of financial collateral arrangement that they needed to be preserved, in the new regime, for the avoidance of doubt.’*¹²³

¹²² Zie over deze bepalingen § 3.4 sub (v).

¹²³ High Court of Justice Chancery Division 2 november 2012, [2012] EWHC 2997 (Ch) 132. Zie ook Financial Market Law Commission, ‘Issue 87 – Control. Gray v. G-T-P Group Ltd’, december 2010, p. 8, beschikbaar via <http://www.fmlc.org/fmlc-papers.html> en Parsons & Denning 2011, p. 167.

Aangezien de bewoordingen van de richtlijn geen duidelijkheid brengen, zal het met het controlevereiste beoogde doel de doorslag moeten geven.

6.4.3 *Het doel van het controlevereiste*

Teneinde te bepalen met welk doel het controlevereiste is opgenomen in de Collateral Richtlijn, is het nuttig om een blik te werpen op de totstandkomingsgeschiedenis van het controlevereiste. Uit de Toelichting EC en de tiende overweging van de considerans komt naar voren dat er een nauwe band bestaat tussen het verbod op formaliteiten en het controlevereiste. Over dit verband merkt de Europese Commissie in de Toelichting EC het volgende op:

‘Met name de in artikel 2, leden 3 en 5 [van de Ontwerprichtlijn, toevoeging JD], gestelde voorwaarden dat de zakelijke zekerheden daadwerkelijk moeten worden geleverd, op een speciale rekening moeten worden aangehouden of op een specifieke wijze moeten worden gekwalificeerd, *vormen een onderdeel van de redenering die ten grondslag ligt aan de niet-toepassing van de registratieverplichtingen, die in artikel [3] wordt voorgesteld.*’ [cursivering JD]¹²⁴

Registratieverplichtingen zijn volgens de Commissie niet noodzakelijk omdat:

‘(...) de richtlijn enkel op een financiële zekerheidsovereenkomst van toepassing is als de zakelijke zekerheden aan de zekerheidsnemer zijn overgedragen of als het bestaan ervan is opgetekend op de rekening of in het register waar het recht van de zekerheidsverschaffer staat vermeld. Het risico dat derden die met de zekerheidsverschaffer zaken doen, worden misleid omtrent de status van het recht van de zekerheidsverschaffer ten aanzien van de zakelijke zekerheden is bijgevolg nagenoeg onbestaande, mits zij redelijke stappen ondernemen om zich te informeren.’¹²⁵

Bestaande registratieverplichtingen moeten dus afgeschaft worden omdat het controlevereiste de plaats en functie daarvan overneemt. De Europese Commissie heeft, zo blijkt uit het bovenstaande citaat, een specifieke functie van registratie op het oog, namelijk het voorkomen van het risico dat derden die met de zekerheidsgever zaken doen, worden misleid omtrent de status van het recht van de zekerheidsgever met betrekking tot de girale activa. Wanneer ‘bezit of controle’ van de girale activa is verschaft en derden redelijke stappen ondernemen om zich te informeren, is dat risico volgens de Toelichting EC ‘nagenoeg onbestaande’.

Gullifer duidt het ‘gevaar’ waarvoor het controlevereiste een oplossing zou moeten bieden, aan als het *invisibility risk*:

¹²⁴ Toelichting EC, p. 7.

¹²⁵ Toelichting EC, p. 8.

‘It is worth considering a little against what risks dispossession is meant to provide safety: this can then inform our later discussion of what “dispossession” actually means. In relation to third parties, the risk would seem to be that of invisibility of security interests; (...).’¹²⁶

Het controlevereiste zou dus moeten voorkomen dat derden die overwegen girale activa te verkrijgen of in zekerheid te nemen, worden geconfronteerd met het feit dat die activa reeds in zekerheid zijn gegeven. Het *invisibility risk* kan uiteraard worden tegengegaan door registratie van zekerheidsrecht in een openbaar register, maar registratie is nu juist een in de zin van art. 3 lid 1 Collateral Richtlijn verboden formaliteit.¹²⁷ De vraag rijst welke handeling in plaats daarvan verricht kan worden om te voorkomen dat derden die met de zekerheidsgever zaken doen ‘worden misleid omtrent de status van het recht van de zekerheidsverschaffer ten aanzien van de zakelijke zekerheden’.

Het *invisibility risk* kan in ieder geval niet tegen worden gegaan door de zekerheidsgever de bevoegdheid te ontnemen om over de in zekerheid gegeven girale activa te beschikken omdat ‘*such an arrangement gives no publicity of the interest (and so does not protect against “invisibility risk”)*’.¹²⁸ Het *invisibility risk* zou wel tegengegaan kunnen worden wanneer bijvoorbeeld een bijzondere code voor zekerheidsrekeningen wordt gebruikt of in de tenaamstelling de vermelding ‘zekerheidsrekening’ of ‘in zekerheid gegeven ten gunste van X’ wordt opgenomen én deze aanduiding op de rekeningafschriften verschijnt. In dat geval kan de potentiële verkrijger of zekerheidsnemer immers door het doen van onderzoek naar de administratie van de debiteur, in het bijzonder het raadplegen van zijn rekening(afschrift)en, ontdekken dat de betreffende girale activa reeds in zekerheid zijn gegeven.

Ik betwijfel of publiciteit (in de eigenlijke betekenis van dat woord) het uiteindelijke doel van het controlevereiste is. Dit zou er namelijk toe leiden dat het in zekerheid geven van girale activa na implementatie van de Collateral Richtlijn complexer wordt dan ervoor. Een financieelzekerheidsarrangement zou immers vereisen dat een bijzondere code voor zekerheidsrekeningen wordt gebruikt of in de tenaamstelling de vermelding ‘zekerheidsrekening’ of ‘in zekerheid gegeven ten gunste van X’ wordt opgenomen én dat deze aanduiding op de rekening(afschrift)en verschijnt. Het ontbreken van effectieve en betrekkelijk eenvoudige regels voor de totstandkoming van zekerheid op girale activa is echter juist een van de probleempunten die de Collateral Richtlijn beoogt te bestrijden.¹²⁹ De vraag rijst of dergelijke handelingen te verenigen zijn met het in art. 3 lid 1 Collateral Richtlijn neergelegde formaliteitenverbod.

Bovendien gaat de redenering van de Commissie dat het controlevereiste het zekerheidsrecht publiciteit zou moeten geven uit van een onjuiste veronderstelling. De Commissie gaat ervan uit dat vóór implementatie van de Collateral

¹²⁶ Goode/Gullifer 2013, nr. 6.33.

¹²⁷ Zie daarover § 5.3.

¹²⁸ Goode/Gullifer 2013, nr. 6.36.

¹²⁹ Zie § 3.4 onder (ii).

Richtlijn naar nationaal recht steeds registratie vereist was. Echter, enkel het Engelse recht kende vóór implementatie van de Collateral Richtlijn een dergelijk vereiste voor zekerheid op girale activa.¹³⁰ Het lijkt erop dat de opstellers van de Collateral Richtlijn met de redenering dat het controlevereiste het *invisibility risk* zou moeten tegengaan in het bijzonder tegemoet hebben willen komen aan de jurisdicties die vóór implementatie van de Collateral Richtlijn registratievereisten verbonden aan het in zekerheid geven van girale activa en verplicht waren om deze af te schaffen bij de implementatie van de Collateral Richtlijn. De argumentatie dat het controlevereiste een bepaalde mate van kenbaarheid van het zekerheidsrecht zou moeten genereren, lijkt anders gezegd voornamelijk te zijn ingegeven door de wens om de lidstaten die verplicht zijn tot afschaffing van registratievereisten, een appeltje voor de dorst te bieden.

Zoals in § 3.6 sub (ii) aan de orde kwam, is het doel van het controlevereiste het tot stand brengen van een eenvormig regime voor het in zekerheid geven van girale activa. Het controlevereiste komt in de plaats van de verschillende vereisten die de EU-jurisdicties verbonden aan het in zekerheid geven van girale activa vóór implementatie van de Collateral Richtlijn. Daarbij kan gedacht worden aan registratie van het zekerheidsrecht in een openbaar register en het verkrijgen van een vaste datum door registratie of het opmaken van een notariële akte, maar ook aan mededeling van een beperkt zekerheidsrecht op girale activa aan de *account provider* of overboeking van de girale activa. Het doel van deze vereisten is niet steeds het tegengaan van het *invisibility risk*. Zo maakt een notariële akte het zekerheidsrecht niet kenbaar voor derden en geeft het daarmee geen publiciteit aan het zekerheidsrecht in de eigenlijke betekenis van dat woord. Het vereiste van een notariële akte gaat het *invisibility risk* dus niet tegen. De bovengenoemde vereisten hebben daarentegen wel gemeen dat zij derden, zo nodig achteraf wanneer ten aanzien van de debiteur een insolventieprocedure is geopend, in staat stellen om te verifiëren *dat* een zekerheidsrecht tot stand is gekomen en *wanneer* het tot stand is gekomen. Het doel van deze vereisten is met andere woorden het bieden van een waarborg tegen simulatie van zekerheidsrechten en antedatering of, weer anders gezegd, een waarborg tegen fraude.

Het vereisen van een van de hiervoor genoemde handelingen naast het sluiten van een (schriftelijk aantoonbare) overeenkomst tussen de zekerheidsgever en de zekerheidsnemer is een logische gedachte. Zekerheidsrechten zijn immers goederenrechtelijke rechten die niet alleen de contractspartijen binden, maar ook derden die buiten die contractuele relatie staan. De derdenwerking van zekerheidsrechten heeft tot gevolg dat het in zekerheid gegeven goed niet beschikbaar is voor andere schuldeisers van de zekerheidsgever. Om die reden stellen wetgevers de eis dat derden, waarbij in het bijzonder gedacht kan worden aan crediteuren van de zekerheidsgever, in ieder geval kunnen verifiëren of, en zo ja, wanneer een zekerheidsrecht tot stand is gekomen.

¹³⁰ Zie daarover § 5.2.

Mijns inziens heeft het controlevereiste, evenals de zojuist genoemde vereisten die de EU-jurisdicties verbonden aan het in zekerheid geven van girale activa vóór implementatie van de Collateral Richtlijn, deze verificatiefunctie. Steun voor die opvatting kan gevonden worden in de tiende overweging van de considerans. Volgens die overweging dient de Collateral Richtlijn ‘een evenwicht te bewerkstelligen tussen de beoogde marktefficiëntie en de veiligheid van de partijen bij de overeenkomst en derden, zodat onder meer het risico van fraude wordt vermeden’. Het zojuist genoemde evenwicht wordt bereikt ‘doordat de richtlijn alleen betrekking heeft op financiëlezekerheidsovereenkomsten die voorzien in een vorm van het doen van afstand van de controle, d.w.z. de verschaffing als zekerheid van financiële activa (...)’. Het doel van het controlevereiste (de ‘verschaffing’) is dus enerzijds ‘de veiligheid van de partijen bij de overeenkomst’ te waarborgen – daarop kom ik hierna terug – en anderzijds het waarborgen van ‘de veiligheid van derden’ door (onder meer) het voorkomen van fraude.¹³¹

Niet ieder vereiste dat de verschillende EU-jurisdicties verbonden aan het in zekerheid geven van girale activa vóór implementatie van de Collateral Richtlijn en een verificatiefunctie vervult, is toegelaten onder het regime van de Collateral Richtlijn. Op grond van art. 3 Collateral Richtlijn zijn registratie van het zekerheidsrecht in een openbaar register, het verkrijgen van een vaste datum door registratie of het opmaken van een notariële akte niet toegelaten.¹³² Voor het antwoord op de vraag welke handelingen toegelaten en noodzakelijk zijn om aan de verificatiefunctie van het controlevereiste te voldoen, kan inspiratie worden geput uit het Amerikaanse recht, meer in het bijzonder het vereiste van ‘control’ zoals neergelegd in *Article 8* en *Article 9 Uniform Commercial Code* (hierna: ‘UCC’). Dit komt in de volgende paragraaf aan de orde.

Zoals zojuist werd opgemerkt, kan uit de tiende overweging van de considerans nog een tweede functie van het controlevereiste worden herleid: het waarborgen van de ‘veiligheid van partijen’. Met de ‘veiligheid van partijen’ wordt, zoals ik ook eerder heb betoogd, bedoeld op het voorkomen dat de zekerheidsnemer onderverzekerd raakt doordat de zekerheidsgever vrijelijk over de in zekerheid gegeven girale activa kan blijven beschikken.¹³³ Het controlevereiste heeft dus naast de hierboven genoemde verificatiefunctie, tevens een zekerheidsfunctie. In dat verband kan gewezen worden op een memorandum van de Europese Commissie waarin zij veelgestelde vragen beantwoordt over de Collateral Richtlijn. Daarin merkt de Commissie over *perfection requirements* – waaronder

131 Zo ook Goode/Gullifer 2013, nr. 6.32. Zij geeft echter aan beide elementen een andere uitleg.

132 Zie daarover § 5.3.

133 Diamant 2012, § 4.1.2. Anders: Goode/Gullifer 2013, nr. 6.33: ‘(...) in relation to parties to the arrangement, the risk seems to be that the collateral taker will assert that there is a security interest when none was in fact granted, or maybe that a collateral provider will deny the existence of a security interest that was granted.’ Dit lijkt mij een bewijsprobleem dat kan worden opgelost door het financieelzekerheidsarrangement schriftelijk (aantoonbaar) aan te gaan. De Collateral Richtlijn voorziet, zoals in § 4.3.1.6 aan bod kwam, in het vereiste dat het financieelzekerheidsarrangement schriftelijk aantoonbaar moet zijn.

de Commissie tevens het controlevereiste begrijpt – op dat deze dienen ‘to ensure that the creditor does not illegally benefit from the collateral and to prevent further use of the collateral by the debtor’.¹³⁴ De Collateral Richtlijn schrijft, zo vervolgt de Commissie, een ‘simplified perfection requirement’ voor die volgens de Commissie inhoudt dat ‘the collateral taker has to take possession over the collateral or “block” the collateral on a securities account in order to prevent that the collateral provider makes further use of the collateral’.¹³⁵ Hieruit volgt dat het controlevereiste dus óók beoogt te waarborgen dat de zekerheidsnemer niet onderverzekerd raakt.

Geconcludeerd kan worden dat het controlevereiste een tweeledige doel heeft. Enerzijds vervult het een verificatiefunctie. ‘Bezit of controle’ stelt derden, in het bijzonder crediteuren van de zekerheidsgever, in staat te verifiëren of, en zo ja, wanneer een zekerheidsrecht tot stand is gekomen. Aldus biedt het controlevereiste een waarborg tegen fraude, namelijk simulatie van zekerheidsrechten en antedatering. Anderzijds vervult het controlevereiste een zekerheidsfunctie. Het voorkomt met andere woorden dat de zekerheidsnemer onderverzekerd raakt. In § 6.4.5 wordt uitgewerkt in welke gevallen aan het controlevereiste is voldaan. In de volgende paragraaf komt echter eerst het vereiste van ‘control’ zoals neergelegd in *Article 8* en *Article 9* UCC aan de orde.

6.4.4 *Het vereiste van ‘control’ in de Amerikaanse Uniform Commercial Code*

De Amerikaanse UCC is een modelwet die het handelsrecht in de Verenigde Staten harmoniseert. Op grond van de UCC kunnen girale activa in zekerheid worden geven door te voldoen aan het vereiste van ‘control’. Volgens de *Official Comments* is het doel van invoering van dit vereiste ‘to eliminate the uncertainty and confusion that results from attempting to apply common-law possession concepts to modern securities holding practices’.¹³⁶ Met de invoering van het vereiste van ‘control’ wordt in het bijzonder beoogd de zekerheidsgever de nodige flexibiliteit te bieden.¹³⁷ In de UCC is, in tegenstelling tot de Collateral Richtlijn, gedetailleerd uitgewerkt wanneer er sprake is van ‘control’. Het vereiste van ‘control’ in de UCC kan daarom aanknopingspunten bieden voor de invulling van het controlevereiste. Hieronder zal ik beschrijven op welke wijze ‘control’ van girale activa kan worden verkregen volgens de UCC.

Teneinde een zekerheidsrecht te creëren dat insolventiebestendig is en voorrang heeft, dient volgens *Article 9* UCC ‘perfection’ van het zekerheidsrecht (*security interest*) plaats te vinden. Dit kan op vier verschillende manieren gebeuren: door

134 ‘Proposed Directive on financial collateral arrangements - frequently asked questions’, 30 maart 2001, MEMO/01/108, p. 2.

135 ‘Proposed Directive on financial collateral arrangements - frequently asked questions’, 30 maart 2001, MEMO/01/108, p. 4.

136 § 8-106, Comment 7.

137 Zie in het bijzonder het hierna te bespreken § 8-106(f) en 9-104(b) UCC.

registratie van een *financing statement* (*perfection by filing*), door automatische *perfection* (*perfection upon attachment*), door de zekerheidsnemer het bezit van de in zekerheid te geven goederen te verschaffen (*perfection by possession*) of door de zekerheidsnemer de controle over de in zekerheid te geven goederen te verschaffen (*perfection by control*).¹³⁸ Een zekerheidsrecht op giraal geld – in de UCC aangeduid als een *deposit account* – kan alleen worden gevestigd door *perfection by control*.¹³⁹ Een zekerheidsrecht op girale effecten – *security entitlements*¹⁴⁰ – kan worden gevestigd door *perfection by control* of *perfection by filing*.¹⁴¹

Op grond van § 9-106 UCC jo. § 8-106(d) UCC kan de zekerheidsnemer op vier wijzen ‘controle’ over girale effecten verkrijgen. Ten eerste door *entitlement holder* te worden. Dit houdt in dat in de administratie van de intermediair wordt aangetekend dat de zekerheidsnemer gerechtigd is tot de girale effecten. Ten tweede kan de zekerheidsnemer in een zogenaamd *control agreement* met de intermediair overeenkomen dat de intermediair zal voldoen aan de instructies (*entitlement orders*) gegeven door de zekerheidsnemer zonder dat toestemming van de zekerheidsgever nodig is. Ten derde kan de zekerheidsnemer *control* verkrijgen wanneer een derde de controle over de effecten verkrijgt ten behoeve van de zekerheidsnemer of de derde reeds de controle heeft verkregen en hij erkent dat hij controle heeft ten behoeve van de zekerheidsnemer. Ten vierde is er op grond van § 8-106(e) UCC sprake van *control* wanneer de intermediair zelf de zekerheidsnemer is.¹⁴² Ten slotte bepaalt § 8-106(f) UCC dat indien aan een van de bovengenoemde voorwaarden is voldaan, de zekerheidsnemer ook *control* heeft wanneer de zekerheidsgever het recht behoudt om effecten te substitueren, instructies te geven aan de intermediair of op een andere wijze kan beschikken over de effecten (*‘otherwise (...) deal with the security entitlement’*).

De handelingen die vereist zijn om een zekerheidsrecht te creëren op giraal geld zijn vergelijkbaar met de vereisten die gesteld worden aan *control* van girale effecten. § 9-104(a) UCC bepaalt dat de zekerheidsgever *control* heeft over giraal geld indien de zekerheidsnemer de bank is waar de geldrekening wordt aangehouden. Er is daarnaast sprake van *control* wanneer een *deposit account control agreement* is gesloten. Dit houdt in dat de zekerheidsgever, de zekerheidsnemer en de *account bank* overeenkomen in een *authenticated record* (een ondertekende akte, die ook in digitale vorm opgemaakt en ondertekend kan worden)¹⁴³ dat de laatgenoemde de instructies van de zekerheidsnemer met

¹³⁸ Brinkmann 2011, p. 374.

¹³⁹ § 9-312(b)(1) UCC: ‘Except as otherwise provided in Section 9-315(c) and (d) for proceeds: (1) a security interest in a deposit account may be perfected only by control under Section 9-314; (...).’ De regels van voorrang staan in § 9-327 UCC. De hoofdregel is dat de zekerheidsnemer die *control* heeft voorgaat op de zekerheidsnemer die geen *control* heeft en dat de prior tempore-regel geldt wanneer er twee *perfected security interests* zijn.

¹⁴⁰ *Security entitlements* kunnen gedefinieerd worden als effecten die worden aangehouden op een effectenrekening bij een intermediair, zie § 8-102(7), (9) en (17) UCC en Deel 5 van de UCC.

¹⁴¹ Zie § 9-312(a) UCC en § 9-314(a) UCC. De regels van voorrang staan in § 9-328 UCC. De hoofdregel is dat de zekerheidsnemer die *control* heeft voorgaat op de zekerheidsnemer die geen *control* heeft.

¹⁴² Omdat hiervoor niet is vereist dat enige handeling wordt verricht, wordt deze wijze van *perfection* ‘automatic perfection’ genoemd, zie § 9-104, Comment 3.

¹⁴³ Zie de definitie van ‘authenticated’ en ‘record’ in § 9-102(7) resp. § 9-102(70) UCC.

betrekking tot het girale geld zal opvolgen zonder dat daarvoor toestemming van de zekerheidsgever nodig is. Ten derde heeft de zekerheidsnemer *control* voor zover hij *'the bank's customer'* wordt. Ten slotte bepaalt § 9-104(b) UCC dat indien voldaan is aan de § 9-104(a) UCC genoemde vereisten, de zekerheidsnemer ook *control* heeft indien de zekerheidsgever *'retains the right to direct the disposition of funds from the deposit account'*.

Kort samengevat is er sprake van *control* van giraal geld wanneer de zekerheidsnemer *'the right to immediate access to the deposit account upon the debtor's default'*¹⁴⁴ heeft. Er is sprake van *control* van een *security entitlement* indien *'the purchaser [lees: zekerheidsnemer, toevoeging JD]¹⁴⁵ has taken whatever steps are necessary, given the manner in which the securities are held, to place itself in a position where it can have the securities sold, without further action by the owner'*.¹⁴⁶ Het vereiste van *control* komt tegemoet aan de eisen die het maatschappelijke verkeer stelt, namelijk een zekerheidsrecht waarbij enerzijds de mogelijkheid bestaat de zekerheidsgever de benodigde economische bewegingsvrijheid te geven – men denke aan het geval dat een betaalrekening in zekerheid wordt gegeven aan de *account bank* – en waarbij anderzijds de zekerheidsnemer op eenvoudige en effectieve wijze toegang kan krijgen tot het zekerheidsobject teneinde het uit te winnen.¹⁴⁷

§ 9-104(b) UCC en § 8-106(f) UCC maken duidelijk dat het begrip *control* er niet aan in de weg staat dat de zekerheidsgever over de in zekerheid gegeven girale activa kan beschikken; dit staat ter vrije bepaling van partijen. Dit wordt andermaal bevestigd in de *Official Comments* bij § 9-104 UCC en § 8-106 UCC:

*'Although the arrangements giving rise to control may themselves prevent or may enable the secured party at its discretion to prevent, the debtor from reaching the funds on the deposit, subsection (b) makes clear that the debtor's ability to reach the funds is not inconsistent with "control".'*¹⁴⁸

'The key to the control concept is that the purchaser [lees: zekerheidsnemer] has the ability to have the securities sold or transferred without further action by the transferor. There is no requirement that the powers held by the purchaser be exclusive. For example, in a secured lending arrangement, if the secured party wishes, it can allow the debtor to retain the right to

¹⁴⁴ § 9-327, Comment 3.

¹⁴⁵ Zie § 1-201 UCC, dat een *purchaser* definieert als een *'a person that takes by purchase'* en een *purchase* als *'taking by sale, lease, discount, negotiation, mortgage, pledge, lien, security interest, issue or reissue, gift, or any other voluntary transaction creating an interest in property'*. Een *purchaser* kan dus ook een zekerheidsnemer zijn.

¹⁴⁶ § 8-106, Comment 1.

¹⁴⁷ Brinkmann 2011, p. 376 en § 9-105, Comment 4.

¹⁴⁸ § 9-104, Comment 3. Zie ook de voorbeelden bij § 9-328, Comment 4, waarbij de zekerheidsgever (*securities company*), de zekerheidsnemer (*lender*) en de *account provider* (*Clearing Corporation*) een *"shared control" facility* overeenkomen inhoudende dat *'the securities firm will retain the power to trade and otherwise direct dispositions of securities carried in its account, but Clearing Corporation agrees that, at any time the lender so directs, Clearing Corporation will transfer any securities from the firm's account to the lender's account or otherwise dispose of them as directed by the lender'*. Zie tevens § 8-106, Comment 4: *'There is no requirement that the control party's right to give entitlement orders be exclusive. The arrangement might provide that only the control party can give entitlement orders, or that either the entitlement holder or the control party can give entitlement orders.'*

*make substitutions, to direct the disposition of the uncertificated security or security entitlement, or otherwise to give instructions or entitlement orders. (...) Subsection (f) is included to make clear the general point stated in subsections (c) and (d) that the test of control is whether the purchaser has obtained the requisite power, not whether the debtor has retained other powers. There is no implication that retention by the debtor of powers other than those mentioned in subsection (f) is inconsistent with the purchaser having control. Nor is there a requirement that the purchaser's powers be unconditional, provided that further consent of the entitlement holder is not a condition.*¹⁴⁹

De essentie van het vereiste van *control* in de UCC is dus de mogelijkheid van de zekerheidsnemer om zonder toestemming van de zekerheidsgever de beschikingsmacht over de in zekerheid gegeven girale activa naar zich toe te kunnen trekken.

6.4.5 Eigen opvatting

Aan het vereiste van *control* in de UCC is, kort samengevat, voldaan wanneer (i) de zekerheidsnemer de *account provider* zelf is (ii) de zekerheidsgever, zekerheidsnemer en *account provider* overeenkomen dat de laatgenoemde de instructies van de zekerheidsnemer met betrekking tot de in zekerheid gegeven girale activa zal opvolgen zonder dat daarvoor toestemming van de zekerheidsgever nodig is (overigens kan tevens gedacht worden aan een dergelijke afspraak tussen de zekerheidsgever en de zekerheidsnemer, waarvan mededeling wordt gedaan aan de *account provider*)¹⁵⁰ of (iii) de girale activa worden overgeboekt op een rekening op naam van de zekerheidsnemer of een derde, of de bestaande rekening op naam van de zekerheidsnemer wordt gesteld. Of in deze gevallen ook is voldaan aan het controlevereiste, hangt ervan af of daarmee de tweeledige functie van het controlevereiste – de verificatiefunctie en de zekerheidsfunctie – is vervuld.

In de laatste twee gevallen is voldaan aan de verificatiefunctie van het controlevereiste. In die gevallen kunnen derden, in het bijzonder crediteuren van de zekerheidsgever, zo nodig achteraf nadat de zekerheidsgever insolvent is verklaard na te gaan of, en zo ja wanneer, het zekerheidsrecht tot stand is gekomen door navraag te doen bij de *account provider*.¹⁵¹ Betwijfeld kan echter worden of in het eerste geval aan de verificatiefunctie is voldaan.¹⁵² Het komt aan op de vraag of een (schriftelijk aantoonbare) overeenkomst tussen de *account provider* en de zekerheidsgever voldoende moet worden geacht om

¹⁴⁹ § 8-106, Comment 7.

¹⁵⁰ Vgl. de definitie van *control agreement* in art. 1 sub k van de UNIDROIT Convention on Substantive Rules for Intermediated Securities: “‘control agreement’ means an agreement in relation to intermediated securities between an account holder, the relevant intermediary and another person or, if so provided by the non-Convention law, between an account holder and the relevant intermediary or between an account holder and another person of which the relevant intermediary receives notice, which includes either or both of the following provisions: (i) that the relevant intermediary is not permitted to comply with any instructions given by the account holder in relation to the intermediated securities to which the agreement relates without the consent of that other person; (ii) that the relevant intermediary is obliged to comply with any instructions given by that other person in relation to the intermediated securities to which the agreement relates in such circumstances and as to such matters as may be provided by the agreement, without any further consent of the account holder.”

¹⁵¹ Vgl. Diamant 2013b, p. 13-14.

¹⁵² Vgl. Diamant 2013b, p. 16.

simulatie en antedatering van zekerheidsrechten tegen te gaan. Over het algemeen is dat niet het geval. De *account provider* en de zekerheidsgever zouden bijvoorbeeld na opening van de insolventieprocedure ten aanzien van de zekerheidsgever een schriftelijk stuk kunnen opmaken inhoudende dat de girale activa aan de *account provider* in zekerheid zijn gegeven vóór opening van de insolventieprocedure of zij zouden een bestaande overeenkomst kunnen antedateren.¹⁵³ Om deze reden lijkt overboeking naar een rekening bij een andere bank of intermediair noodzakelijk om aan de verificatiefunctie van het controlevereiste te voldoen. Anders dan de opstellers van de UCC, lijkt de Europese wetgever bij de invoering van het controlevereiste de situatie dat zekerheid wordt verschaft aan de *account provider* zelf over het hoofd te hebben gezien. Mijns inziens kan, in lijn met de UCC, in het geval dat de zekerheidsnemer tevens de *account provider* is, een uitzondering worden aangenomen op de verificatiefunctie van het controlevereiste.¹⁵⁴

Ten tweede is noodzakelijk dat aan de zekerheidsfunctie wordt voldaan. Dit houdt in dat voorkomen moet worden dat de zekerheidsnemer onderverzekerd raakt. Het enkele sluiten van een *control agreement*, mededeling aan de *account provider* of de enkele overboeking van de girale activa dan wel wijziging van de tenaamstelling van de rekening waarop de girale activa gecrediteerd zijn, is niet voldoende om aan de zekerheidsfunctie te voldoen. Daartoe is noodzakelijk dat de zekerheidsgever in beginsel de beschikking over de rekening wordt onttrokken. Echter, zoals ook het geval is bij ‘*control*’ in de zin van *Article 8* en *Article 9* UCC, kan ook aan het controlevereiste zijn voldaan wanneer de zekerheidsgever ‘*retains the right to direct the disposition of funds from the deposit account*’. Dit volgt uit art. 2 lid 2, tweede zin Collateral Richtlijn. De zekerheidsgever kan ten eerste girale activa vervangen zolang de waarde van de vervangende girale activa (bijvoorbeeld aandelen Shell) gelijk is aan de waarde van de oorspronkelijk in zekerheid gegeven girale activa (bijvoorbeeld Nederlandse staatsobligaties).¹⁵⁵ Eveneens kan de zekerheidsgever het recht worden toegekend om de *account provider* op te dragen de girale activa op een bepaalde wijze aan te wenden, zolang de zekerheidsnemer maar volledig verzekerd blijft, dat wil zeggen zolang de waarde van de girale activa ten minste gelijk is aan de hoogte van de verzekerde vordering.¹⁵⁶ Teneinde aan de zekerheidsfunctie te voldoen, zal de zekerheidsnemer bij iedere instructie aan de *account provider* moeten (laten) nagaan of de waarde van de resterende girale activa voldoende is om de verzekerde verplichting te dekken.

¹⁵³ Vgl. Diamant 2013b, p. 12.

¹⁵⁴ In de UNIDROIT Convention on Substantive Rules for Intermediated Securities wordt eveneens de mogelijkheid gegeven om een zekerheidsrecht te creëren ten behoeve van de intermediair door het enkele sluiten van de overeenkomst, zie art. 12 lid 1 jo. lid 3 sub a. Zie tevens art. 21 Wge en de in het Law Commission-report voorgestelde regeling voor het in zekerheid geven van girale activa door ‘*control*’, zoals besproken aan het begin van § 6.3.4.

¹⁵⁵ Zie art. 2 lid 2, tweede zin Collateral Richtlijn.

¹⁵⁶ Dit doet de vraag rijzen of het mogelijk is om overeen te komen dat de zekerheidsgever kan blijven beschikken over de in zekerheid gegeven girale activa zolang de op de rekening resterende activa voldoende zijn om, bijvoorbeeld, 50% van de verzekerde vordering te dekken. Mijns inziens moet deze vraag ontkennend beantwoord worden omdat dit een ongeoorloofde omzeiling van de zekerheidsfunctie van het controlevereiste betekent. In dezelfde zin: Look Chan Ho 2011, p. 163. Goode/Gullifer 2013, nr. 6.36 beantwoordt de vraag eveneens in beginsel ontkennend, ‘*though it is not clear why this should necessarily be fatal*’.

Vaak is uitgebreid onderhandeld over de vraag wanneer de zekerheidsgever over de girale activa mag beschikken en zal de bevoegdheid van de zekerheidsgever om over de in zekerheid gegeven girale activa te beschikken op de hierboven beschreven of een vergelijkbare wijze gelimiteerd zijn. Een gebruikelijk arrangement bij *prime brokerage agreements* is bijvoorbeeld dat de cliënt van de *prime broker* kan beschikken over zijn effectenportefeuille waarop ten behoeve van de *prime broker* een zekerheidsrecht (vaak een *charge*) is gevestigd, zolang de waarde van de effecten gelijk is aan 110% van de hoogte van de verzekerde vordering. Bij een dergelijk zekerheidsarrangement, waarbij de zekerheidsgever kan beschikken over de girale activa, is naar mijn mening voldaan aan het controlevereiste.¹⁵⁷

In hoofdstuk 5 kwam de vraag aan de orde of mededeling aan de *account provider* van het zekerheidsrecht – zoals het Nederlandse en Duitse recht vereisen voor een financieelzekerheidsarrangement tot vestiging van een pandrecht, zie § 6.3.3 resp. § 6.3.2 – en overboeking van girale activa formaliteiten zijn die toegelaten zijn in het kader van het controlevereiste. Die vraag kan bevestigend beantwoord worden.

Uit het bovenstaande volgt voor het Nederlandse recht daarnaast dat de invulling van het begrip ‘macht’ zoals dat door een meerderheidsopvatting in de Nederlandse literatuur wordt gedaan, onvoldoende is om aan het controlevereiste te voldoen. Volgens deze meerderheidsopvatting is er voldaan aan het (voor een openbaar pandrecht noodzakelijke) ‘machtsvereiste’ wanneer de pandgever (op grond van art. 3:246 lid 4 BW) een blanco toestemming krijgt van de pandhouder om over het girale geld te beschikken. Aangezien er in dat geval geen waarborg is dat de zekerheidsnemer onderverzekerd raakt, is niet voldaan aan de zekerheidsfunctie van het controlevereiste en daarmee geen sprake van ‘bezit of controle’ in de zin van de Collateral Richtlijn. Om dezelfde reden is het Belgische vereiste van ‘bezit’ onvoldoende voor ‘bezit of controle’ in de zin van de Collateral Richtlijn. Dit is naar mijn mening alleen anders wanneer de pandhouder bij iedere afzonderlijke betalingsopdracht (laat) nagaan of de waarde van het resterende girale geld voldoende is om de verzekerde verplichting te voldoen.¹⁵⁸

Voor de twee in § 6.3.4 besproken Engelse zaken betekent deze uitkomst dat in de eerst besproken zaak – *Re F2G Realisations Limited (in liquidation)* – tot dezelfde conclusie moet worden gekomen als Vos J. Weliswaar werd het girale geld dat in zekerheid werd gegeven, op een rekening op naam van de zekerheidsnemer gecrediteerd, zodat aan de verificatiefunctie van het controlevereiste is voldaan, maar er is, zo volgt uit dat feitencomplex, niet aan de zekerheidsfunctie van het controlevereiste voldaan omdat de zekerheidsgever vrijelijk kon blijven beschikken over het in zekerheid gegeven girale geld. In *Re Lehman Brothers International (Europe) (in administration)* is, ondanks het feit dat de zekerheidsnemer tevens de *account provider* is, evenmin aan het controlevereiste voldaan. Redengevend daarvoor is dat de *account provider*

¹⁵⁷ Zo ook Fawcett 2005, p. 297 en Look Chan Ho 2011, p. 163.

¹⁵⁸ Vgl. Wibier 2007, p. 32.

weliswaar de mogelijkheid had om beschikkingen door de zekerheidsgever tegen te houden wanneer de waarde van de in zekerheid girale activa onder de hoogte van de verzekerde verplichting kwam te liggen, maar dat partijen hieraan geen uitvoering hebben gegeven, zodat niet aan de *dubbele* functie (in casu de zekerheidsfunctie) van het controlevereiste is voldaan.

6.5 Conclusie

‘Bezit of controle’ is een van de kernbegrippen van de Collateral Richtlijn. Desondanks geeft de richtlijn niet aan wanneer aan het controlevereiste is voldaan. Deze lacune leidt ertoe dat het controlevereiste in de onderzochte rechtsstelsels op verschillende wijzen geïnterpreteerd wordt.

De kern van die discussie betreft de vraag of ‘bezit of controle’ door de zekerheidsnemer vereist dat de zekerheidsgever niet langer over de in zekerheid gegeven gelden of effecten kan beschikken, behoudens de bevoegdheid tot vervanging en restitutie van de overwaarde (zie art. 2 lid 2, tweede zin Collateral Richtlijn). ‘Bezit of controle’ door de zekerheidsnemer of, zoals het wordt uitgedrukt in de tiende overweging van de considerans: ‘*dispossession*’ (in de Nederlandse tekst: ‘afstand van controle’) lijkt er op het eerste gezicht immers aan in de weg te staan dat de zekerheidsgever nog langer over de in zekerheid gegeven girale activa kan beschikken. Discussie over het controlevereiste ontstaat dus in het bijzonder wanneer een beperkt zekerheidsrecht wordt gevestigd en de zekerheidsgever de bevoegdheid behoudt om over de girale activa te beschikken. Voorbeelden hiervan zijn een pandrecht op een betaalrekening (ten behoeve van de *account bank*) en een zekerheidsrecht op effecten ten behoeve van een *prime broker*.

Volgens de ‘strikte’ benadering is er alleen sprake van ‘bezit of controle’ wanneer de zekerheidsgever niet over de in zekerheid gegeven girale activa kan beschikken (met dien verstande dat de zekerheidsgever een recht op vervanging en restitutie van de overwaarde kan worden toegekend). De ‘strikte’ interpretatie van het controlevereiste wordt verkozen in de Engelse literatuur en rechtspraak en uit de Nederlandse parlementaire geschiedenis lijkt te volgen dat dit tevens de benadering van de Nederlandse wetgever is. Daartegenover staat de ‘ruime’ opvatting, inhoudende dat er ook sprake kan zijn van ‘bezit of controle’ wanneer de zekerheidsgever kan blijven beschikken over de girale activa. ‘Bezit of controle’ door de zekerheidsnemer is in dat geval gelegen in de *mogelijkheid* om op ieder gewenst moment een einde te kunnen maken aan de beschikking door de zekerheidsgever. Dit is de wijze waarop het controlevereiste door de Belgische wetgever en in de Belgische rechtsgeleerde literatuur wordt geïnterpreteerd.

Het controlevereiste moet, volgens vaste rechtspraak van het Europese Hof van Justitie, richtlijnconform worden uitgelegd, oftewel ‘in het licht van de bewoordingen en het doel van de relevante richtlijn teneinde het door de richtlijn beoogde resultaat te bereiken’. Op het eerste gezicht lijken de *bewoordingen* van

de Collateral Richtlijn ('bezit of controle', '*dispossession*') te pleiten voor de 'strikte' interpretatie. Er zijn echter ook argumenten te vinden, in het bijzonder in de Duitse tekst van art. 2 lid 2, eerste zin Collateral Richtlijn, voor het tegenovergestelde standpunt, namelijk dat de bewoordingen van de Collateral Richtlijn een 'ruime' interpretatie voorstaan. Aangezien de bewoordingen van de richtlijn geen uitsluitel bieden, moet het met het controlevereiste beoogde doel de doorslag geven.

Mijns inziens heeft het controlevereiste een tweeledig doel. Ten eerste beschermt het controlevereiste tegen fraude, namelijk simulatie van zekerheidsrechten en antedatering, door derden, in het bijzonder crediteuren van de zekerheidsgever, in staat te stellen om te verifiëren of, en zo ja, wanneer een zekerheidsrecht tot stand is gekomen (de verificatiefunctie). Aan deze functie is voldaan wanneer een *control agreement* wordt overeengekomen of mededeling aan de *account provider* wordt gedaan. Ook wanneer overboeking van girale activa plaatsvindt dan wel een bestaande rekening op naam van de zekerheidsnemer wordt gesteld, is aan de verificatiefunctie voldaan. In lijn met de UCC kan worden aangenomen dat in het geval dat de zekerheidsnemer tevens de *account provider* is, niet aan de verificatiefunctie van het controlevereiste hoeft te worden voldaan. Ten tweede vervult het controlevereiste een zekerheidsfunctie: het controlevereiste moet voorkomen dat de zekerheidsnemer onderverzekerd raakt. Daartoe is noodzakelijk dat de zekerheidsgever in beginsel de beschikking over de rekening wordt ontzegd. Dit betekent echter niet dat de zekerheidsgever niet langer kan beschikken over de in zekerheid gegeven girale activa (zie art. 2 lid 2, tweede zin Collateral Richtlijn). In dat opzicht kan een vergelijking worden getrokken met het vereiste van *control* in de UCC. Dat vereiste staat er evenmin aan in de weg dat de zekerheidsgever niet langer kan beschikken over de in zekerheid gegeven girale activa (zie § 8-106(f) en 9-104(b) UCC). De zekerheidsgever kan ten eerste een recht op vervanging van de in zekerheid gegeven girale activa worden toegekend. Daarbij dient, gezien de zekerheidsfunctie van het controlevereiste, de waarde van de vervangende girale activa (ten minste) gelijk te zijn aan de waarde van de oorspronkelijk in zekerheid gegeven girale activa. Daarnaast kan de zekerheidsgever het recht worden toegekend om de *account provider* op te dragen de girale activa op een bepaalde wijze aan te wenden, zolang de zekerheidsnemer volledig verzekerd blijft, dat wil zeggen zolang de waarde van de girale activa ten minste gelijk is aan de hoogte van de verzekerde vordering. In de praktijk zal dit erop neerkomen dat de zekerheidsnemer bij instructies van de zekerheidsgever moet (laten) nagaan of de waarde van het onderpand (ten minste) gelijk is aan de hoogte van de verzekerde vordering.

Mijns inziens sluit deze benadering goed aan bij de in de financiële praktijk gebruikelijke zekerheidsarrangementen. In het kader daarvan worden de girale activa doorgaans overgeboekt op een door de zekerheidsnemer gespecificeerde rekening. De zekerheidsgever kan in beginsel niet beschikken over de in zekerheid gegeven girale activa, maar hem wordt vaak wel het recht toegekend om girale activa te substitueren evenals een recht op restitutie van '*excess collateral*'. De hierboven weergegeven invulling van het controlevereiste sluit daarbij naadloos aan.

Of dit de juiste interpretatie van het controlevereiste is, moet uiteindelijk het Hof van Justitie te Luxemburg beslissen. Tot het moment dat het Hof opheldering geeft (of op andere wijze vanuit 'Europa' duidelijkheid komt) over de invulling van het controlevereiste, blijft onzekerheid bestaan over het antwoord op de vraag wat 'bezit of controle' inhoudt. Dit is een onwenselijke situatie omdat dit ertoe leidt dat het controlevereiste in de verschillende lidstaten op verschillende wijzen geïnterpreteerd wordt, hetgeen aan harmonisatie in de weg staat.

Zolang er geen duidelijkheid bestaat over de betekenis van het controlevereiste, is de meest prudente handelwijze om een zekerheidsarrangement dusdanig vorm te geven, dat de zekerheidsgever zowel juridisch als in feitelijke zin niet kan beschikken over de in zekerheid gegeven girale activa, met uitzondering, uiteraard, van een recht van vervanging en restitutie van de overwaarde. Alleen in dat geval is immers zowel volgens de 'strikte' als de 'ruime' interpretatie aan het controlevereiste voldaan.

7 | Het gebruiksrecht

7.1 Inleiding

De essentie van een beperkt zekerheidsrecht is de bevoegdheid van de beperkt zekerheidsgerechtigde om de in zekerheid gegeven goederen uit te winnen en zich daarop bij voorrang te verhalen wanneer zich een executiegrond¹ voordoet.² Buiten executie is de beperkt zekerheidsgerechtigde in beginsel niet bevoegd over de aan hem in zekerheid gegeven girale activa te beschikken en het gebruik van de in zekerheid gegeven goederen door de beperkt zekerheidsgerechtigde is evenmin toegestaan. Het gebruiksrecht (*'right of use'*) zoals neergelegd in art. 5 Collateral Richtlijn vormt hierop een uitzondering. Het gebruiksrecht wordt in de Collateral Richtlijn als volgt gedefinieerd:

‘het recht van de zekerheidsnemer om uit hoofde van een financiële zekerheidsovereenkomst die leidt tot een zakelijk zekerheidsrecht, als zekerheid verschaft financiële activa, in overeenstemming met de bepalingen van een dergelijke financiële zekerheidsovereenkomst, te gebruiken en te vervreemden alsof hij daarvan eigenaar of gerechtigde is.’³

Uitoefening van het gebruiksrecht is dus geen wijze van uitwinning van het onderpand, maar uitoefening van een bijzondere beschikkings- en gebruiksbevoegdheid die de beperkt zekerheidsgerechtigde contractueel kan worden toegerekend.

Wanneer girale activa worden *overgedragen* tot zekerheid, bijvoorbeeld in het kader van een *repurchase agreement*, wordt de zekerheidsnemer rechthebbende van de activa en is hij uit dien hoofde bevoegd over de girale activa te beschikken en deze te gebruiken.⁴ Ook dit wordt aangeduid als het ‘gebruik van onderpand’ of, in het Engels, *‘rehypothecation of collateral’*.⁵ De term

1 Een executiegrond (‘afdwingsgrond’) wordt in de Collateral Richtlijn gedefinieerd als ‘een wanprestatie of een tussen de partijen overeengekomen soortgelijke gebeurtenis bij het zich voordoen waarvan de zekerheidsnemer op grond van een financiële zekerheidsovereenkomst of van rechtswege gerechtigd is als zekerheid verschaft financiële activa te realiseren of zich deze activa toe te eigenen, dan wel een clause tot saldering bij vroegtijdige beëindiging in werking treedt’ (art. 2 lid 1 sub l).

2 Zie Wood 2007a, nr. 2.001.

3 Art. 2 lid 1 sub m Collateral Richtlijn.

4 Dit is anders bij een fiduciaire overdracht en een *mortgage*. Dit komt uitgebreid aan bod in hoofdstuk 8.

5 Zie bijvoorbeeld Johansson 2010, p. 152 en het Proposal for a Regulation of the European Parliament and the Council on reporting and transparency of securities financing transactions (COM(2014)40 final). *Securities financing transactions* (hierna: ‘SFTs’) zijn *repurchase agreements*, *securities lending agreements* en andere overeenkomsten op grond waarvan goederen tot zekerheid worden overgedragen (art. 3 sub 6). De bevoegdheid van de zekerheidsnemer om over de aan hem in zekerheid gegeven goederen te beschikken, wordt aangeduid als *‘rehypothecation’*. Het voorstel voorziet onder meer in een transparantieplicht wanneer de zekerheidsnemer het recht van *‘rehypothecation’* uitoefent.

gebruiksrecht in de Collateral Richtlijn heeft echter een beperkte betekenis. Het ziet enkel op de beschikkings- en gebruiksbevoegdheid van de beperkt zekerheidsgerechtigde.⁶

Het gebruiksrecht staat in dit hoofdstuk centraal. Allereerst komt de herkomst van het gebruiksrecht aan de orde (§ 7.2). Daarna bespreek ik de vraag of en zo ja, in hoeverre vóór implementatie van de Collateral Richtlijn naar Belgisch, Duits, Nederlands en Engels recht de mogelijkheid bestond de beperkt zekerheidsgerechtigde een beschikkings- en gebruiksbevoegdheid toe te kennen (§ 7.3). Vervolgens komt de regeling van het gebruiksrecht in de Collateral Richtlijn zelf aan bod (§ 7.4). Daarna wordt aandacht besteed aan de keerzijde van het gebruiksrecht (§ 7.5) en de juridische constructie van het gebruiksrecht (§ 7.6). Hierop volgt een bespreking van de implementatie van het gebruiksrecht in het Belgische, Duitse, Nederlandse en Engelse recht (§ 7.7). Ik sluit het hoofdstuk af met een conclusie (§ 7.8).

7.2 Herkomst van het gebruiksrecht

7.2.1 Inleiding

Het gebruiksrecht in de Collateral Richtlijn is geen vondst van de opstellers van de Collateral Richtlijn. Het ‘*right of use*’ vindt zijn oorsprong in *prime brokerage agreements* en de ISDA Credit Support Documents die worden beheerst door het recht van de staat New York. Het gebruiksrecht is kortom een in de praktijk ontwikkelde rechtsfiguur die door de Europese wetgever is overgenomen in de Collateral Richtlijn. In deze paragraaf bespreek ik het gebruiksrecht zoals dat voorkomt in *prime brokerage agreements* en de door New Yorks recht beheerste ISDA Credit Support Documents.

7.2.2 *Prime brokerage agreements*

Prime brokerage agreements zijn overeenkomsten die worden aangegaan tussen een *prime broker* (vaak een *investment bank*) en een hedgefonds⁷, waarbij de bank gebundelde diensten verleent aan het hedgefonds.⁸ De kern van *prime brokerage agreements* is de financiering die de bank aan het hedgefonds verstrekt voor de aankoop van effecten. Een *prime broker* kan tevens andere diensten verlenen zoals de afwikkeling van effectentransacties, het bewaren van

6 Dit volgt uit art. 5 lid 1 Collateral Richtlijn dat alleen betrekking heeft op het geval dat een beperkt zekerheidsrecht is gevestigd en niet op het geval dat girale activa zijn overgedragen tot zekerheid.

7 Hedgefondsen kunnen omschreven worden als beleggingsinstellingen die door hun wijze van beleggen niet alleen positieve rendementen trachten te behalen in opgaande, maar ook in neergaande markten (bijvoorbeeld door shortposities in te nemen), zie Silverentand e.a. 2013, p. 238.

8 Vgl. Silverentand e.a. 2013, p. 248.

effecten, het in verbruikleen geven van effecten (*securities lending*) en technologische en operationele ondersteuning.⁹

Wanneer de bank het hedgefonds krediet verstrekt om bepaalde effecten aan te schaffen, wordt de vordering tot terugbetaling van het krediet verzekerd door de vestiging van een beperkt zekerheidsrecht – vaak in de vorm van een *charge* naar Engels recht of een *security interest* naar Amerikaans (vaak New Yorks) recht –¹⁰ op de effecten(portefeuille) van het hedgefonds.¹¹ De bank wordt vervolgens het recht van ‘*rehypothecation*’ toegekend. De bank/zekerheidsnemer is op grond daarvan bevoegd om over de in zekerheid gegeven effecten te beschikken en deze te gebruiken, bijvoorbeeld door de effecten over te boeken naar een rekening van een derde of een rekening gehouden voor eigen rekening. De *prime broker* heeft vervolgens de verplichting om gelijkwaardige effecten over te dragen aan het hedgefonds/zekerheidsgever wanneer het hedgefonds zijn verplichtingen jegens de bank heeft voldaan. In de literatuur wordt als rechtvaardiging voor het toekennen van deze vergaande beschikkings- en gebruiksbevoegdheid aan de *prime broker* aangedragen dat *rehypothecation* de *prime broker* in staat stelt zijn activiteiten, inclusief het krediet dat hij aan het hedgefonds verstrekt, te financieren en het hedgefonds het krediet aan te bieden tegen een lagere rente dan commerciële rentetarieven en diensten aan te bieden tegen een lagere vergoeding.¹²

7.2.3 Door New Yorks recht beheerste ISDA Credit Support Documents

In de ISDA zekerheidsdocumentatie die wordt beheerst door het recht van de staat New York – de 1994 en 2013 ISDA Credit Support Annex (New York Law) en de 2001 ISDA Margin Provisions – is een vergelijkbare bevoegdheid voor de beperkt zekerheidsgerechtigde opgenomen.¹³ Deze beschikkings- en gebruiksbevoegdheid wordt aangeduid als het ‘*right of use*’ en wordt in de ISDA documentatie als volgt omschreven:

‘Use of Posted Collateral. (...) the Secured Party will notwithstanding Section 9-207 of the New York Uniform Commercial Code, have the right to:

(i) sell, pledge, rehypothecate, assign, invest, use, commingle or otherwise dispose of, or otherwise use in its business any Posted Collateral it holds, free from any claim or right of any nature whatsoever of the Pledgor, including any equity or right of redemption by the Pledgor; and

9 Vgl. de definitie van ‘*prime broker*’ in art. 4 sub af AIFM-Richtlijn: ‘een kredietinstelling, een gereguleerde beleggingsonderneming of een andere aan prudentiële regelgeving onderworpen en onder permanent toezicht staande entiteit, die diensten aan professionele beleggers aanbiedt, hoofdzakelijk om als tegenpartij transacties in financiële instrumenten te financieren of uit te voeren, en die ook andere diensten kan verlenen zoals clearing en afwikkeling van transacties, bewaarnemingsdiensten, het verstrekken van effectenleningen, en technologische en operationele ondersteuning op maat van de klant.’

10 Zie Herring & Cristea 2004, p. 1630.

11 Wanneer de bank tevens andere diensten verleent aan het hedgefonds, worden de vorderingen die daaruit ontstaan tevens verzekerd door een beperkt zekerheidsrecht op de effecten(portefeuille) van het hedgefonds.

12 Zie Beale e.a. 2012, nr. 6.47 en Busch 2011, p. 376.

13 Op grond van deze ISDA documentatie komt de beperkt zekerheidsgerechtigde in beginsel een gebruiksrecht toe. Partijen kunnen het gebruiksrecht echter uitsluiten (vgl. ISDA, ‘User’s Guide to the 2001 ISDA Margin Provisions’, p. 37).

*(ii) register any Posted Collateral in the name of the Secured Party, its Custodian or a nominee for either.*¹⁴

De beperkt zekerheidsgerechtigde wordt ten gevolge van het toekennen van een *'right of use'* in de positie van rechthebbende van het onderpand gebracht: de beperkt zekerheidsgerechtigde kan over het onderpand beschikken, dat wil zeggen het onderpand vervreemden of bezwaren met een beperkt zekerheidsrecht (sub (i)) en hij is bevoegd de in zekerheid gegeven girale activa over te boeken op een rekening gehouden voor eigen rekening (sub (ii)).

Wanneer de beperkt zekerheidsgerechtigde een dergelijke (beschikkings)handeling verricht, kan de zekerheidsgever niet langer aanspraak maken op de girale activa die hij in zekerheid heeft gegeven. In de toelichting bij de ISDA Margin Provisions wordt daarover opgemerkt:

*'Any such deposition would be free and clear of any equity or right of redemption or any other continuing interest of the Provider of the relevant assets.'*¹⁵

Het gebruiksrecht in de door het recht van New York beheerste zekerheidsdocumentatie beschrijft de ISDA als *'one of the most commercially useful aspects of a New York law pledge over securities'*.¹⁶ Het gebruiksrecht stelt de beperkt zekerheidsgerechtigde in staat om met de in zekerheid gegeven girale activa nieuwe financiële transacties aan te gaan. Zo kan hij het onderpand gebruiken om aan eigen onderpandverplichtingen te voldoen. Dit wordt wenselijk geacht omdat zeer liquide onderpand, zoals giraal geld en staatsobligaties, een schaars goed is¹⁷. De druk op financiële marktpartijen om onderpand dat zij ontvangen te 'hergebruiken' teneinde te voldoen aan hun eigen verplichting om onderpand te storten, wordt groot geacht.¹⁸

Het toekennen van een gebruiksrecht aan de beperkt zekerheidsgerechtigde is volgens het ISDA-rapport echter onverenigbaar met het recht van de meeste Europese lidstaten zoals dat gold vóór implementatie van de Collateral Richtlijn en in overige jurisdicties bestond volgens de ISDA onduidelijkheid over de geldigheid daarvan.¹⁹ In de volgende paragraaf komt in meer detail aan de orde of, en zo ja, in hoeverre vóór implementatie van de Collateral Richtlijn naar Belgisch, Duits, Nederlands en Engels recht de mogelijkheid bestond de beperkt zekerheidsgerechtigde een gebruiksrecht toe te kennen.

14 Art. 2 sub c 2001 ISDA Margin Provisions, art. 6 sub c 1994 ISDA Credit Support Annex (New York Law) en art. 6 sub c 2013 ISDA Credit Support Annex (New York Law).

15 ISDA, 'User's Guide to the 2001 ISDA Margin Provisions', p. 37.

16 ISDA, 'User's Guide to the 2001 ISDA Margin Provisions', p. 36.

17 Zie DNB, 'Is Collateral Becoming Scarce? Evidence from the euro area', Occasional Studies 2012, Vol.10/No.1.

18 Zie Benjamin 2001, nr. 5.46.

19 ISDA-rapport, p. 7. Zie tevens de bij het ISDA-rapport behorende *country reports*, in het bijzonder het antwoord op vraag 7. Volgens het ISDA-rapport bestaat naar Italiaans, Duits, Engels en Iers recht onduidelijkheid over de vraag of de beperkt zekerheidsgerechtigde de bevoegdheid kan worden toegekend om het onderpand te gebruiken en te vervreemden alsof de beperkt zekerheidsgerechtigde daarvan recht-hebbende is. Volgens het ISDA-rapport laten andere Europese jurisdicties een gebruiksrecht niet toe.

7.3 Het gebruiksrecht vóór implementatie van de Collateral Richtlijn

7.3.1 Belgisch recht

Wanneer een pandrecht wordt gevestigd, blijft de pandgever rechthebbende van de in pand gegeven goederen.²⁰ De positie van de pandhouder wordt in de wet vergeleken met die van een bewaarnemer.²¹ Daaruit vloeit voort dat de pandhouder de in pand gegeven goederen niet mag gebruiken en evenmin over de in pand gegeven goederen mag beschikken.²² Met de inwerkingtreding van de Pandwet wordt het verbod om de in pand gegeven goederen te gebruiken en bezwaren, wettelijk vastgelegd.²³

Het gebruiksrecht lijkt dus op het eerste gezicht op gespannen voet te staan met het Belgische recht. Desondanks wordt door een meerderheid van de Belgische auteurs het standpunt ingenomen dat het mogelijk is om bij overeenkomst af te wijken van het gebruiks- en beschikkingsverbod.²⁴ Ter onderbouwing van dat standpunt verwijzen deze auteurs naar het standaardwerk van Henri De Page over het Belgisch burgerlijk recht (*Traité élémentaire de droit civil belge*). Hij betoogt dat de pandhouder in beginsel het in pand gegeven goed niet mag gebruiken.²⁵ Echter:

*‘Il va de soi que les conventions contraires sont possible et licites.’*²⁶

Kortom: bij overeenkomst kan afgeweken worden van het uitgangspunt dat de pandhouder de in pand gegeven goederen niet mag gebruiken. De Page merkt vervolgens op dat het ‘verbod op gebruik’ van de in pand gegeven goederen doorgaans ook een verbod tot herverpanding (*sous-gage*) inhoudt en gaat daarna uitgebreid in op de privaatrechtelijke en strafrechtelijke consequenties van het in strijd handelen met het verbod op herverpanding.²⁷

Het overgrote deel van de auteurs leidt, zoals gezegd, uit de geciteerde zinsnede uit het *Traité* van De Page af dat het naar gemeen recht mogelijk is om de pandhouder een gebruiksrecht toe te kennen, dat wil zeggen de bevoegdheid om

20 Art. 2079 BBW.

21 *Idem*.

22 De Page 1953, nr. 1087 en Dirix & De Corte 2006, nr. 476.

23 Zie art. 42 resp. art. 17 Pandwet. Hoewel de Pandwet (en dus ook art. 17 en 42 daarvan) van toepassing is op de verpanding van ‘roerende goederen’ – dat zijn roerende zaken en vermogensrechten – en dus óók geldt voor de verpanding van giraal geld, blijkt uit de Memorie van Toelichting dat ‘aan de Wet Financiële Zekerheden (...) door dit ontwerp (...) niet [wordt] geraakt’ (Parl. St. Kamer, 2012-2013, nr. 2463/001, p. 10). Ik lees dit citaat zo, dat de WFZ voorgaat op de Pandwet. Zo ook Dirix 2014, § 4: ‘Volledigheidshalve wordt nog gepreciseerd dat (...) evenmin wordt geraakt aan de Wet Financiële Zekerheden. Dit betekent dat pandovereenkomsten en zekerheidsoverdrachten van ‘bankvorderingen’, ‘contanten’ en ‘financiële instrumenten’ verder volgens de WFZ kunnen plaatsvinden.’

24 Seeldrayers 2003, nr. 60, Boddaert 2005, nr. 63, Boddaert 2006, nr. 26 en Seeldrayers & Sagaert 2006, nr. 29.

25 De Page 1953, nr. 1087.

26 De Page 1953, nr. 1088A.

27 De Page 1953, nr. 1088B.

de in pand gegeven goederen te gebruiken en deze te verpanden en vervreemden.²⁸ Dirix en De Corte lijken echter terughoudender te zijn op dit punt. Zij schrijven dat het mogelijk is de pandhouder het recht toe te kennen het verpande goed te gebruiken, maar de pandhouder mag het in pand gegeven goed in beginsel niet vervreemden noch verpanden.²⁹ In een voetnoot noemen zij één uitzondering op het uitgangspunt dat de pandhouder niet over de in pand gegeven goederen mag beschikken: herverpanding met toestemming van de oorspronkelijke pandgever.³⁰ Zij lijken daarmee het standpunt in te nemen dat de pandhouder geen verdergaand beschikkingsrecht kan worden toegekend dan de bevoegdheid de in pand gegeven goederen aan een derde in pand te geven wanneer de pandgever daartoe toestemming heeft gegeven. Over herverpanding merken Dirix en De Corte op dat wanneer er ‘een conflict rijst’ tussen de oorspronkelijke pandhouder en de herpandhouder, ‘de voorkeur in beginsel uit [gaat] naar laatstgenoemde omdat de herverpanding het vermoeden van een afstand van recht inhoudt’.³¹ De oorspronkelijke pandgever blijft na herverpanding dus rechthebbende van de in pand gegeven goederen en er komen twee pandrechten op het goed te rusten, waarbij de derde (de ‘herpandhouder’) voorgaat op de pandhouder.

7.3.2 *Duits recht*

7.3.2.1 HET PIGNUS IRREGULARE

Ook naar Duits recht geldt als uitgangspunt dat de pandhouder niet bevoegd is de in pand gegeven goederen te gebruiken. Dit vloeit voort uit § 1215 BGB, dat bepaalt dat de pandhouder verplicht is ‘zur Verwahrung des Pfandes’.³² In het verlengde daarvan ligt dat de pandhouder evenmin bevoegd is over de in pand gegeven goederen te beschikken.

Aangezien § 1215 BGB niet van dwingend recht is, is het mogelijk om bij partijafpraak af te wijken van de ‘Verwahrungspflicht’.³³ Zo kunnen pandgever en pandhouder een zogenaamd oneigenlijke pandrecht (*irreguläres* of *unregelmäßiges Pfandrecht*) overeenkomen.³⁴ Het oneigenlijke pandrecht wordt door het BGH als volgt omschreven:

28 De heersende leer lijkt hiermee een stap verder te gaan dan De Page. De Page acht afwijkende afspraken met betrekking tot het gebruik van de in pand gegeven goederen en herverpanding van die goederen mogelijk, maar lijkt niet ook de mogelijkheid te erkennen om de pandhouder het recht toe te kennen om over de in zekerheid gegeven girale activa te *vervreemden*.

29 Dirix & De Corte 2006, nr. 476.

30 Dirix & De Corte 2006, nr. 476, voetnoot 34. Die terughoudendheid zou verklaard kunnen worden door het feit dat De Page in het geheel niet spreekt over het recht van de pandhouder om de pandobjecten te vervreemden, maar uitsluitend over het recht om met toestemming van de pandgever de in pand gegeven goederen te verpanden, vgl. voetnoot 28 (hoofdstuk 7).

31 Dirix & De Corte 2006, nr. 476, voetnoot 34.

32 Staudinger/Wiegand 2009, § 1215, nr. 8. Het onbevoegd gebruik van de verpande goederen levert een strafrechtelijk vergrijp op (§ 290 *Strafgesetzbuch*) en verplicht de pandhouder om de daaruit voortvloeiende schade te vergoeden. Zie daarover Staudinger/Wiegand 2009, § 1215, nr. 19 e.v.

33 Damrau, MünchKomm BGB 2013, § 1215, nr. 2.

34 Staudinger/Wiegand 2009, § 1204, nr. 54 e.v. en Damrau, MünchKomm BGB 2013, § 1204, nr. 8. Zie tevens Bürge 2005, p. 498 e.v.

*‘Von einem irregulären oder unregelmäßigen Pfandrecht spricht man, wenn der Pfandgläubiger nach dem Erlöschen des Pfandrechts nicht die ihm zum Pfand übergebene Sache zurückgeben muß, sondern eine andere Sache derselben Art zurückgeben darf.’*³⁵

Het oneigenlijke pandrecht onderscheidt zich van het ‘*echtes vertragliches Pfandrecht*’ door het feit dat de pandhouder bevoegd is om de aan hem verpande goederen te gebruiken en vervreemden en bevoegd is in plaats van de in pand gegeven goederen gelijksoortige goederen te retourneren.³⁶ De bepalingen inzake het pandrecht zoals opgenomen in § 1204 e.v. BGB zijn van overeenkomstige toepassing op het oneigenlijke pandrecht.³⁷ Dit betekent onder meer dat een verplichting tot teruggave van gelijksoortige goederen ontstaat op het moment dat de verzekerde verplichting wordt voldaan.³⁸

Volgens Bassenge wordt de pandhouder dankzij het oneigenlijke pandrecht ‘*verfügungsberechtigter Eigentümer*’.³⁹ Of de gerechtigdheid tot de verpande goederen onmiddellijk overgaat of pas door de ‘*Eigenverwendung der Sachen*’, hangt af van hetgeen partijen zijn overeengekomen.⁴⁰ Volgens Wiegand – de bewerkster van het gezaghebbende *J. von Staudingers Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch* – moet in twijfelgevallen worden aangenomen dat de gerechtigdheid onmiddellijk overgaat.⁴¹ Damrau – de bewerkster van het andere gezaghebbende artikelsgewijze commentaar op het BGB, het *Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch* – meent daarentegen dat wanneer van meet af aan eigendomsoverdracht aan de schuldeiser is beoogd, er geen sprake is van een (oneigenlijk) pandrecht, maar een overdracht tot zekerheid.⁴²

Hoewel het oneigenlijke pandrecht niet is gecodificeerd in het BGB, wordt het in de literatuur algemeen aanvaard.⁴³ Het enige door het BGH erkende toepassingsgeval van het oneigenlijke pandrecht is het oneigenlijke pandrecht op de borgsom die de huurder contant betaalt (*Mietkaution*).⁴⁴ De kwalificatie van de *Mietkaution* als (oneigenlijk) pandrecht was in het bijzonder van belang om tot overeenkomstige toepassing van § 1213 en 1214 BGB te komen.⁴⁵ Deze bepalingen verplichten de verhuurder om de borgsom rentedragend weg te zetten. Nu inmiddels wettelijk is geregeld dat de verhuurder de borg moet storten op een rekening bij een bank – zie § 550 lid 3 BGB –, gaat het hier, zoals Wiegand het verwoordt, om een ‘*reines Qualifikationsproblem*’.⁴⁶

35 BGH 21 september 1994, XII ZR 77/93, *NJW* 1994, 3287.

36 Staudinger/Wiegand 2009, § 1204, nr. 54.

37 BGH 21 september 1994, XII ZR 77/93, *NJW* 1994, 3287. Zo ook Staudinger/Wiegand 2009, § 1204, nr. 56.

38 Dit volgt uit § 1223 en 2552 BGB. Zie Damrau, *MünchKomm BGB* 2013, § 1204, nr. 8 en tevens BFG 21 november 1958, III 208/56 U.

39 Palandt/Bassenge 2014, Vorbemerkungen zu § 1204, nr. 5.

40 Zie Staudinger/Wiegand 2009, § 1204, nr. 54.

41 Staudinger/Wiegand 2009, § 1204, nr. 54. Zo ook Soergel/Habersack 2001, § 1204, nr. 30.

42 Damrau, *MünchKomm BGB* 2013, § 1204, nr. 8 en 9.

43 Staudinger/Wiegand 2009, § 1204, nr. 55 en Palandt/Bassenge 2014, Vorbemerkungen zu § 1204, nr. 5.

44 Zie het in voetnoot 35 (hoofdstuk 7) genoemde arrest van het BGH.

45 Zie Staudinger/Wiegand 2009, § 1213 nr. 11 e.v.

46 Staudinger/Wiegand 2009, § 1213, nr. 11.

Dit geldt ook voor de vraag of het bij statiegeld (*Flaschenpfand*) gaat om een oneigenlijk pandrecht.⁴⁷ Wiegand en Damrau nemen ook hier verschillende standpunten in. Volgens Wiegand zal het bij het *Flaschenpfand* doorgaans gaan om een oneigenlijk pandrecht omdat partijen ervan uitgaan dat de pandhouder over het statiegeld mag beschikken en slechts verplicht is tot terugbetaling van een bedrag ter hoogte van het statiegeld wanneer de flessen worden geretourneerd.⁴⁸ Volgens Damrau gaat het bij het *Flaschenpfand* daarentegen niet om een oneigenlijk pandrecht omdat de schuldeiser rechthebbende wordt van het statiegeld.⁴⁹ Hij meent dat er sprake is van verkoop en overdracht van flessen, waarbij partijen overeenkomen dat dezelfde soort flessen voor dezelfde prijs teruggekocht worden door de schuldeiser. Om dezelfde reden is er volgens Damrau bij de *Mietkaution* geen sprake van een oneigenlijk pandrecht:

‘Die Barkaution sieht die hM [herrschende Meinung, toevoeging JD] zu Unrecht als irreguläres Pfand (Rn. 9) an, denn regelmäßig ist auch hier von vornherein gar nicht daran gedacht worden, den Gläubiger nicht Eigentümer des Geldes werden zu lassen. Es handelt sich bei dieser Barkaution um ein Darlehen, das die Rückforderung des Verpackungsmaterials sichert.’⁵⁰

In de literatuur wordt wel aangenomen dat naast chartaal geld ook andere ‘*verbrauchbare und vertretbare Sachen*’ het object kunnen zijn van een oneigenlijk pandrecht.⁵¹ Wiegand geeft de volgende twee voorbeelden. Ten eerste de blokkering een tegoed op een rekening (*Sperrung eines Bankguthabens*) ter verzekering van een vordering van een schuldeiser van de rekeninghouder.⁵² Ten tweede wijst hij op het pandrecht dat op grond van § 17 DepotG kan worden gevestigd.⁵³ Het gaat hier om een vuistpandrecht op toondereffecten ten behoeve van een koopman. Wanneer de koopman slechts verplicht is om gelijksoortige effecten te retourneren, is sprake van een oneigenlijk pandrecht.

Hoewel in de literatuur vrijwel unaniem wordt aangenomen dat het mogelijk is een oneigenlijk pandrecht te bedingen met betrekking tot ieder goed dat ‘*verbrauchbar und vertretbar*’ is, is er geen rechtspraak die dit bevestigt. Het BGH heeft slechts een oneigenlijk pandrecht met betrekking tot chartaal geld erkend. Daarmee is het geen uitgemaakte zaak dat ook een *irreguläres Pfandrecht* met betrekking tot girale activa mogelijk is naar Duits recht.

47 Staudinger/Wiegand 2009, § 1204, nr. 59.

48 Het *Bundesfinanzgericht* heeft het *Flaschenpfand* in een fiscale zaak als zodanig aangeduid, zie BFH 21 november 1958, III 208/56 U. Zie voorts Schlaegel 2008, p. 144 en Staudinger/Wiegand 2009, § 1204, nr. 57 e.v.

49 Damrau, MünchKomm BGB 2013, § 1204, nr. 7.

50 *Idem*.

51 Staudinger/Wiegand 2009, § 1204, nr. 52 en Damrau, MünchKomm BGB 2013, § 1204, nr. 8. *Vertretbare Sachen* zijn ‘*bewegliche Sachen, die im Verkehr nach Zahl, Maß oder Gewicht bestimmt zu werden pflegen*’ (§ 91 BGB) en *Verbrauchbare Sachen* zijn ‘*bewegliche Sachen, deren bestimmungsmäßiger Gebrauch in dem Verbrauch oder in der Veräußerung besteht*’ (§ 92 BGB).

52 Staudinger/Wiegand 2009, § 1204, nr. 58. Blijkbaar vat Wiegand het begrip ‘*Sache*’ breed op, zodat daaronder niet alleen zaken, maar ook vorderingen begrepen moeten worden.

53 Staudinger/Wiegand 2009, § 1204, nr. 60 en Anhang zu § 1296, nr. 5 en 6.

7.3.2.2 DE BEVOEGDHEID VAN DE INTERMEDIAIR OM EFFECTEN TE ‘GEBRUIKEN’

In het *Depotgesetz* is een bijzondere regeling opgenomen op grond waarvan de intermediair waar de effecten worden aangehouden (*Verwahrer*) zowel de bevoegdheid (*Ermächtigung*) kan worden gegeven om de effecten te verpanden (§ 12 DepotG) als de bevoegdheid om de effecten toe te eigenen of deze aan een derde over te dragen (§ 13 DepotG, het zogenaamde *uneigentliches Lombardgeschäft*).⁵⁴ Bij het *uneigentliches Lombardgeschäft* is de intermediair waar de effecten worden aangehouden verplicht om effecten van dezelfde soort terug te bezorgen aan de belegger wanneer hij aan zijn verplichtingen jegens de intermediair heeft voldaan.

In beide gevallen worden vormvereisten gesteld aan de *Ermächtigung* ter bescherming van de belegger. Zo moet zowel de *Ermächtigung zur Verpfändung* als *Ermächtigung zur Verfügung* uitdrukkelijk en schriftelijk geschieden iedere keer dat de belegger effecten in bewaring geeft.⁵⁵ Voor de *Ermächtigung zur Verpfändung* geldt bovendien dat deze niet in algemene voorwaarden mag zijn opgenomen. Bovendien moet de belegger gewezen worden op het insolventierisico dat hij loopt wanneer de *Verwahrer* een *Ermächtigung zur Verfügung* wordt toegekend:

*‘In der Erklärung muß zum Ausdruck kommen, dass mit der Ausübung der Ermächtigung das Eigentum auf den Verwahrer oder einen Dritten übergehen soll und mithin für den Hinterleger nur ein schuldrechtlicher Anspruch auf Lieferung nach Art und Zahl bestimmter Wertpapiere entsteht.’*⁵⁶

De belegger wiens *Verwahrer* bevoegd is om over de effecten te beschikken op grond van § 13 DepotG, komt conform § 33 DepotG bij insolventie van de *Verwahrer* een voorrangspositie toe (*Insolvenzvorrecht*) op, kort gezegd, de verpande effecten die zich nog onder de *Verwahrer* bevinden en opbrengst die daarvoor in de plaats is gekomen.⁵⁷

Tussen § 12 en 13 DepotG enerzijds en het gebruiksrecht in de Collateral Richtlijn anderzijds bestaat een belangrijk verschil. § 12 en 13 DepotG vereisen niet dat de effecten zijn verpand aan de intermediair. Deze artikelen zien in beginsel dus niet op de mogelijkheid om de *pandhouder* de bevoegdheid toe te kennen om over de aan hem in pand gegeven effecten te beschikken, maar om de *intermediair* – ongeacht of hij tevens pandhouder is – een dergelijke bevoegdheid te verlenen.

⁵⁴ De *Ermächtigung zur Verpfändung* kan alleen gegeven worden wanneer de belegger een krediet wordt verstrekt door de intermediair en het pandrecht wordt gevestigd ten behoeve van een *Verwahrer*. Het begrip ‘*Verwahrer*’ wordt in § 1 lid 2 DepotG gedefinieerd als degene die ‘*im Betrieb seines Gewerbes Wertpapiere unverschlossen zur Verwahrung anvertraut werden*’.

⁵⁵ Dit geldt op grond van § 12 lid 3 DepotG niet voor een zogenaamde *beschränkte Verpfändungsermächtigung*. Dit houdt in dat de intermediair alleen bevoegd is om effecten te verpanden ter hoogte van de waarde van het krediet dat de intermediair de belegger heeft verstrekt (§ 12 lid 2 DepotG).

⁵⁶ § 13 lid 1, derde zin DepotG.

⁵⁷ § 33 lid 2 DepotG. Zie over het *Insolvenzvorrecht* nader Einsele 2010, nr. 9.44 e.v.

Van het toekennen van een gebruiksrecht aan een *pandhouder* is wel sprake bij § 12a DepotG. Dit artikel is ingevoerd met het oog op de verplichting van *Börsenteilnehmer* om zekerheden te stellen voor verplichtingen die voortvloeien uit op Eurex Deutschland aangegane futures.⁵⁸ De *Börsenteilnehmer* zijn verplicht om zekerheden te verlangen van hun cliënten wanneer zij voor hen handelen.⁵⁹ Op grond van § 12a DepotG kunnen deze ‘*Kundensicherheiten*’ aan Eurex herverpand worden. Voor het toekennen van de bevoegdheid tot herverpanding geldt dat dit uitdrukkelijk en schriftelijk moet gebeuren.⁶⁰

7.3.3 *Nederlands recht*

Naar Nederlands recht geldt, evenals in het Belgische en Duitse recht, het uitgangspunt dat de pandhouder niet bevoegd is te beschikken over de verpande goederen. Dit vloeit voort uit het karakter van het pandrecht als *beperkt* zekerheidsrecht. Dit houdt in dat de bevoegdheid van de pandhouder beperkt is tot verkoop van de in pand gegeven goederen indien de zekerheidsgever in verzuim is (art. 3:248 BW). Tevens kan in dit verband gewezen worden op art. 3:235 BW, dat bepaalt dat een beding waarbij de pandhouder de bevoegdheid wordt toegekend zich het verbonden goed toe te eigenen, nietig is.⁶¹

Een uitzondering op het uitgangspunt dat de pandhouder niet bevoegd is te beschikken over de verpande goederen, vormt art. 3:242 BW. Dat artikel bepaalt dat de pandhouder de bevoegdheid kan worden toegekend het goed dat hij in pand heeft, te herverpanden, indien hem die bevoegdheid ondubbelzinnig is toegekend.⁶² De pandhouder kan in dat geval in eigen naam een pandrecht vestigen ten behoeve van een derde (de herpandhouder) op de aan hem verpande goederen ter verzekering van een schuld die hij heeft aan die derde. De gevolgen van herverpanding worden niet in de wet geregeld. Volgens de heersende leer heeft herverpanding tot gevolg dat de pandgever rechthebbende blijft en twee pandrechten op het goed komen te rusten, waarbij rangwisseling plaatsvindt ten behoeve van de herpandhouder.⁶³

Het is geen uitgemaakte zaak dat de pandhouder ook de bevoegdheid kan worden toegekend in eigen naam en voor eigen rekening de in pand gegeven goederen te vervreemden. Krzemiński wijst deze mogelijk af.⁶⁴ Volgens Keijser biedt het oneigenlijke pandrecht hiervoor een grondslag. Hij omschrijft die rechtsfiguur als volgt:

⁵⁸ Einsele, MünchKomm HGB 2009, Depotgeschäft, nr. 29.

⁵⁹ *Idem*.

⁶⁰ § 12a lid 1, derde zin DepotG.

⁶¹ Uit de tekst van art. 3:235 BW blijkt niet of het artikel uitsluitend betrekking heeft op toe-eigening als wijze van uitwinning van het verpande goed in geval van verzuim van de pandgever of op *iedere* toe-eigening door de pandhouder (waaronder begrepen het geval dat de pandgever niet in verzuim is). De laatste interpretatie lijkt de meest waarschijnlijke gezien het doel van het toe-eigeningsverbod: bescherming van de pandgever in het geval dat de waarde van het tot zekerheid strekkende goed het bedrag van de geseceureerde vordering overtreft. Zie over de ratio van het toe-eigeningsverbod: Asser/Van Mierlo & Van Velten 3-VI* 2010/63 en Stein (GS Vermogensrecht), art. 3:235 BW, aant. 2.1.

⁶² Zie over herverpanding in algemene zin: Krzemiński 2013.

⁶³ Krzemiński 2013, p. 141 e.v. en Asser/Van Mierlo & Van Velten 3-VI* 2010/133 met verdere verwijzingen. Een tegengeluid biedt Fikkers 1998.

⁶⁴ Krzemiński 2013, p. 299-300.

*'In an irregular pledge, a 'pledgor' grants a 'pledgee' a general right of disposal, whereas the 'pledgee' is under the obligation to transfer equivalent assets at the end of the transaction. Because a pledgee's general right of disposal is not compatible with the fiduciary protection mechanisms that are characteristic of pledge, such an irregular right of pledge entails a transfer of ownership.'*⁶⁵

Het oneigenlijke pandrecht onderscheidt zich volgens Keijser in twee opzichten van het 'eigenlijke' pandrecht: (i) de zekerheidsgever wordt met de totstandkoming van het 'pandrecht' (onmiddellijk)⁶⁶ rechthebbende en (ii) de zekerheidsnemer heeft niet de verplichting om *dezelfde* goederen te retourneren, maar mag gelijkwaardige goederen overdragen aan de zekerheidsgever. De pandhouder verkrijgt bij een oneigenlijk pandrecht dus de gerechtigdheid tot het pandobject en daarmee ook de vrije beschikkingsmacht over het pandobject.

Krzemiński toont in zijn proefschrift over herverpanding aan dat dat de figuur van het oneigenlijk pandrecht vooral onderscheiden werd in de literatuur onder het oude BW en dat deze rechtsfiguur een belangrijke rol speelde in de bancaire praktijk onder het oude recht.⁶⁷ In het huidige recht heeft art. 3:242 BW de plaats van het oneigenlijke pandrecht ingenomen.⁶⁸ Het oneigenlijke pandrecht lijkt daarmee onder het nieuwe BW zijn bestaansrecht te hebben verloren. Daarmee is het op zijn minst twijfelachtig of het vóór implementatie van de Collateral Richtlijn naar Nederlands recht mogelijk was de pandhouder de bevoegdheid toe te kennen in eigen naam en voor eigen rekening de in pand gegeven goederen te vervreemden. Wel staat buiten kijf dat de pandhouder de bevoegdheid tot herverpanding kan worden toegekend (art. 3:242 BW).

Wat betreft de bevoegdheid om de in pand gegeven goederen te gebruiken, kan gewezen worden op art. 3:243 BW. Het eerste lid van dat artikel bepaalt dat bij een vuistpandrecht – een pandrecht op een *zaak* – de pandhouder als een 'goed pandhouder' voor de zaak moet zorgdragen. Daaruit volgt dat de pandhouder in beginsel niet bevoegd is de zaak te gebruiken.⁶⁹ Het staat partijen echter vrij om overeen te komen dat de pandhouder gebruik mag maken van de zaak.⁷⁰

7.3.4 *Engels recht*

In de literatuur zijn de meningen verdeeld over de vraag of het gebruiksrecht ('*rehypothecation*') verenigbaar is met een aantal regels die ontwikkeld zijn door de *courts of equity* die tot doel hebben de zekerheidsgever tegen het insolven-

⁶⁵ Keijser 2006, p. 234-235. Zie ook p. 235-238.

⁶⁶ Anders dan waar Keijser van uit lijkt te gaan, bestond er in de Nederlandse doctrine (die dateert van vóór invoering van het nieuwe Burgerlijk Wetboek) verschil van mening over het moment van eigendomsovergang bij een oneigenlijk pandrecht, zie Krzemiński 2013, p. 252-253. Er waren zowel auteurs die verdedigden dat de zekerheidsgever met de totstandkoming van het 'pandrecht' onmiddellijk rechthebbende wordt (zoals ook Keijzer betoogt) als auteurs, waaronder Scholten, die betoogden dat eigendomsovergang niet reeds plaatsvond met de verpanding, maar pas op het moment dat de pandhouder van zijn algemene beschikkingsrecht gebruikmaakte. Dezelfde discussie bestaat in het Duitse recht, zie § 7.3.2.1.

⁶⁷ Krzemiński 2013, p. 252.

⁶⁸ Vgl. Krzemiński 2013, hoofdstuk 2 en 3.

⁶⁹ Zie Pitlo/Reehuis e.a. 2012, nr. 783.

⁷⁰ *Idem*.

tierisico op de zekerheidsnemer te beschermen.⁷¹ Het gaat om het beginsel ‘*once a mortgage, always a mortgage*’. Daarnaast wordt de vraag opgeworpen of het gebruiksrecht in strijd komt met de regel betreffende ‘*collateral benefits*’. Hoewel deze regels, die hieronder nader worden toegelicht, zijn ontwikkeld ter bescherming van de zekerheidsgever in het kader van de *legal mortgage*, wordt aangenomen dat de regels ook van toepassing zijn wanneer een ander beperkt zekerheidsrecht is gevestigd, zoals een *equitable mortgage* of *charge*.⁷²

De meeste auteurs achten *rehypothecation* in strijd met de regel ‘*once a mortgage, always a mortgage*’. Deze regel houdt in dat de *mortgagor* geen afstand kan doen van zijn *equity of redemption*. De gedachte hierachter is dat de *equity of redemption* de essentie van een *mortgage* is.⁷³ De meeste auteurs menen dat *rehypothecation* een zodanige inbreuk maakt op dit uitgangspunt, dat het *right to rehypothecate* niet verenigbaar is met de *equity of redemption* van de zekerheidsgever.⁷⁴ Indien de zekerheidsnemer over de in zekerheid gegeven girale activa kan beschikken zonder dat de *mortgagor* de *equity of redemption* behoudt, heeft de zekerheidsgever immers slechts een persoonlijke aanspraak tot vergoeding van de overwaarde in plaats van een goederenrechtelijke aanspraak op de overwaarde die hem op grond van de *equity of redemption* zou toekomen.

Er zijn ook auteurs die betogen dat zelfs indien de zekerheidsnemer de bevoegdheid heeft de in zekerheid gegeven goederen te vervreemden of te bezwaren *zonder* dat de goederen onderworpen zijn aan de *equity of redemption* van de oorspronkelijke zekerheidsgever, dit geen inbreuk vormt op de regel ‘*once a mortgage, always a mortgage*’. Als argument hiervoor wordt aangevoerd dat de *equity of redemption* komt te rusten op datgene dat in plaats van het onderpand komt: de *equity of redemption* ‘*attaches to the proceeds of sale*’. De *equity of redemption* komt te rusten op hetgeen voor de in zekerheid gegeven goederen in de plaats komt.⁷⁵

De tweede regel die aan het beschikkings- en gebruiksrecht in de weg kan staan is de regel betreffende ‘*collateral benefits*’.⁷⁶ Oorspronkelijk hield deze regel in dat de zekerheidsnemer geen andere voordelen van zijn zekerheidsrecht mag hebben dan terugbetaling van het verstrekte krediet en betaling van rente en kosten. Dit zou betekenen dat een gebruiksrecht steeds niet toelaatbaar is naar Engels recht. Echter, in de huidige rechtspraak worden *collateral benefits* alleen niet toegestaan wanneer deze ‘*unfair and unconscionable*’ zijn.⁷⁷ In de literatuur wordt ervan uitgegaan dat een gebruiksrecht niet ‘*unfair and unconscionable*’ is, in het bijzonder niet wanneer de zekerheidsgever een professionele partij is.⁷⁸

71 Zie daarover Goode/Gullifer 2013, nr. 6.46, Beale e.a. 2012, nr. 6.47 e.v., Benjamin 2001, nr. 5.46 e.v., Elias 2001, p. 239 e.v. en McCormack 2003, p. 99 e.v.

72 Zie Benjamin 2001, nr. 5.56 en Beale e.a. 2012, nr. 6.30.

73 Zie Benjamin 2001, nr. 5.54 en de aldaar aangehaalde rechtspraak.

74 Beale e.a. 2012, nr. 6.47, McCormack 2003, p. 99, Benjamin 2001, nr. 5.66 en Elias 2001, p. 240.

75 Zie Goode/Gullifer 2008, nr. 6.30.

76 Zie hierover Benjamin 2001, nr. 5.55 en 5.56. ‘*Collateral*’ betekent in deze context niet ‘onderpand’, maar ‘bijkomstig’ (vgl. de betekenis van het woord ‘*collateral*’ in de samenstelling ‘*collateral damage*’).

77 Chancery Division 20 maart 1967, [1968] Ch 166 (*Cityland and Property (Holdings) Ltd v Dabrah*) en Chancery Division 11 mei 1977, [1979] Ch 84 (*Multiservice Bookbinding Ltd v Marden*).

78 Zie Benjamin 2001, nr. 5.56.

Hoewel de regel inzake *collateral benefits* niet aan het gebruiksrecht in de weg lijkt te staan, achten de meeste auteurs het gebruiksrecht wel onverenigbaar met de regel ‘*once a mortgage, always a mortgage*’. Zij bevelen daarom aan om de girale activa over te dragen tot zekerheid door middel van een *outright transfer* wanneer de zekerheidsnemer over de in zekerheid gegeven girale activa wil kunnen beschikken.⁷⁹ Deze stand van zaken vindt zijn weerslag in de ISDA zekerheidsdocumentatie die wordt beheerst door Engels recht. De 1995 ISDA Credit Support Deed voorziet in de vestiging van een beperkt zekerheidsrecht – een *charge* – op girale activa. Een gebruiksrecht voor de zekerheidsnemer is expliciet uitgesloten in de ISDA Credit Support Deed:

No Use of Collateral. For the avoidance of doubt, and without limiting the rights of the Secured Party under the other provisions of this Deed, the Secured Party will not have the right to sell, pledge, rehypothecate, assign, invest, use, commingle or otherwise dispose of, or otherwise use in its business any Posted Collateral it holds under this Deed.⁸⁰

De ISDA beveelt met het oog daarop aan om, wanneer partijen gebruik maken van ISDA zekerheidsdocumentatie die wordt beheerst door Engels recht en partijen de zekerheidsnemer over de in zekerheid gegeven girale activa willen laten beschikken, gebruik te maken van de ISDA Credit Support Annex (English Law) die voorziet in de overdracht tot zekerheid.⁸¹

7.3.5 Conclusie

Zowel het Belgische, Duitse als Nederlandse recht nemen tot uitgangspunt dat de pandhouder niet bevoegd is over de aan hem verpande goederen te beschikken en evenmin om deze te gebruiken. Echter, deze jurisdicties laten afwijkende partijafspraken toe. Herverpanding is eveneens toegestaan, mits partijen dit zijn overeengekomen. Meer omstreden is daarentegen de vraag of de pandhouder ook de bevoegdheid kan worden toegekend de verpande goederen te vervreemden. Naar Nederlands recht lijkt dit uitgesloten. In het Duitse recht wordt het daarentegen mogelijk geacht een oneigenlijk pandrecht, dat is een pandrecht waarbij de pandhouder onder meer de bevoegdheid heeft over de in pand gegeven goederen te beschikken, overeen te komen. Het is echter onduidelijk of een oneigenlijk pandrecht ook mogelijk is met betrekking tot girale activa aangezien het BGH zich daarover (nog) niet heeft uitgelaten. Een meerderheid van de Belgische auteurs meent dat de pandhouder de mogelijkheid kan worden toegekend over de in pand gegeven goederen te beschikken. Dit leidt tot de conclusie dat het vóór implementatie van de Collateral Richtlijn naar Nederlandse recht niet mogelijk was de pandhouder een gebruiksrecht toe te kennen en het naar Belgisch en Duits recht twijfelachtig was.

Wat betreft het Engelse recht geldt dat het toekennen van het gebruiksrecht vóór implementatie van de Collateral Richtlijn in strijd lijkt te komen met de in het

⁷⁹ Benjamin 2001, nr. 5.66 en Elias 2001, p. 240. Zie tevens Keijser (red.) 2003, p. 51-52.

⁸⁰ Art. 6 sub d 1995 ISDA Credit Support Deed.

⁸¹ ISDA, ‘User’s Guide to the ISDA Credit Support Documents under English Law’, p. 53.

equityrecht ontwikkelde regel dat de zekerheidsgever geen afstand kan doen van zijn *equity of redemption* ('once a mortgage, always a mortgage'). Om deze reden raadt ISDA aan om gebruik te maken van de ISDA Credit Support Annex (English Law), die voorziet in de overdracht tot zekerheid van girale activa, wanneer partijen wensen dat de zekerheidsnemer over de in zekerheid gegeven girale activa kan beschikken.

Twijfel over de vraag naar de geldigheid van een gebruiksrecht, zoals dat bijvoorbeeld is voorzien in de ISDA documentatie die wordt beheerst door het recht van de staat New York, is de reden dat in de Collateral Richtlijn een artikel is opgenomen dat de geldigheid van (uitoefening van) het gebruiksrecht waarborgt. Het gebruiksrecht zoals dat is opgenomen in de Collateral Richtlijn, komt in de volgende paragraaf aan bod.

7.4 Het gebruiksrecht in de Collateral Richtlijn

7.4.1 De introductie van het gebruiksrecht in de Collateral Richtlijn

De ISDA wijst in haar rapport dat twee jaar vóór de totstandkoming van de Collateral Richtlijn verscheen, op het commerciële belang om onderpand bestaande uit effecten vrij te kunnen gebruiken.⁸² Hiermee kan de zekerheidsnemer zijn eigen kosten en daarmee de kosten van financiële diensten die hij verleent, verlagen. In het ISDA-rapport wordt dit 'vrij gebruik van effecten' als volgt omschreven:

*'Freedom to deal would include the freedom to sell, lend or repo the securities or to re-pledge (rehypothecate) them to a third party, subject always to an obligation to return equivalent fungible securities to the collateral provider assuming that it performs its obligations in full.'*⁸³

De Europese Commissie acht het, in navolging van ISDA, van belang dat girale activa waarop een beperkt zekerheidsrecht is gevestigd, kunnen worden 'hergebruikt' teneinde de liquiditeit op de financiële markten te bevorderen.⁸⁴ Het lijkt erop dat de introductie van het gebruiksrecht in de Collateral Richtlijn en, na implementatie daarvan, in het nationale recht van de EU-lidstaten het gevolg is van succesvolle belangenbehartiging door ISDA.⁸⁵

⁸² ISDA-rapport, p. 6. Zie tevens § 7.2.

⁸³ ISDA-rapport, p. 6. Art. 34 UNIDROIT Convention on Substantive Rules for Intermediated Securities (hierna: 'Geneva Convention') geeft partijen bij een '*security collateral arrangement*' eveneens de mogelijkheid om een gebruiksrecht overeen te komen. De regeling van het gebruiksrecht in de Geneva Convention is vrijwel identiek aan de regeling in de Collateral Richtlijn. Zie over het gebruiksrecht in de Geneva Convention Kanda e.a. 2012, nr. 34.1 e.v. en Johansson 2010.

⁸⁴ Toelichting EC, p. 19. Zie tevens overweging 19 van de considerans die luidt: 'Deze richtlijn introduceert een gebruiksrecht in geval van financiëlezekerheidsovereenkomsten die leiden tot een zakelijk zekerheidsrecht, waardoor de liquiditeit op de markten zal toenemen als gevolg van dat hergebruik van (in pand gegeven) activa. Dit hergebruik doet evenwel geen afbreuk aan de nationale wetgeving inzake afscheiding van activa en oneerlijke behandeling van schuldeisers.'

⁸⁵ Zo bijvoorbeeld ook Johansson 2010, p. 152.

7.4.2 *Inhoud en reikwijdte van het gebruiksrecht*

Het gebruiksrecht is neergelegd in art. 5 Collateral Richtlijn. Volgens het eerste lid van dat artikel kunnen partijen overeenkomen dat de beperkt zekerheids-gerechtigde ‘beschikt over de mogelijkheid tot uitoefening van het recht van gebruik met betrekking tot de als zekerheid verschaft financiële activa’. Het gebruiksrecht vloeit dus niet voort uit het enkele feit dat er sprake is van een financieelzekerheidsarrangement tot vestiging van een beperkt zekerheidsge-rechtigde; partijen dienen een gebruiksrecht overeen te komen.

Het gebruiksrecht wordt in art. 2 lid 1 sub m Collateral Richtlijn als volgt gedefinieerd:

‘het recht van de zekerheidsnemer om uit hoofde van een financiële zekerheidsovereenkomst die leidt tot een zakelijk zekerheidsrecht, als zekerheid verschaft financiële activa, in overeenstemming met de bepalingen van een dergelijke financiëlezekerheidsovereenkomst, te gebruiken en te vervreemden alsof hij daarvan eigenaar of gerechtigde is.’

Het gebruiksrecht omvat dus in ieder geval de bevoegdheid om de in zekerheid gegeven girale activa te vervreemden. Aangenomen moet worden dat de beperkt zekerheidsgerechtigde aan wie een gebruiksrecht is toegekend ook andere beschikkingshandelingen kan verrichten, zoals het vestigen van een beperkt zekerheidsrecht op de aan hem in zekerheid gegeven girale activa. Dit wordt bevestigd in het Evaluatierapport met betrekking tot de Collateral Richtlijn. Daarin wordt opgemerkt dat:

‘A ‘right of use’ means that the collateral taker has the right to dispose of the collateral in favour of a third party by transferring ownership or by vesting a security interest.’ [Onderstreping JD]⁸⁶

Wanneer de beperkt zekerheidsgerechtigde een gebruiksrecht is toegekend, heeft hij dus in ieder geval het recht om over de in zekerheid gegeven girale activa te beschikken. Daarnaast is de beperkt zekerheidsgerechtigde, wanneer hem een gebruiksrecht is toegekend, bevoegd tot gebruik van de in zekerheid gegeven girale activa. Daarbij kan worden gedacht aan de bevoegdheid om de girale activa op naam van de beperkt zekerheidsgerechtigde te zetten.⁸⁷

De beperkt zekerheidsgerechtigde zal alleen in staat zijn om het gebruiksrecht uit te oefenen wanneer hij naast de juridische bevoegdheid daartoe ook de praktische mogelijkheid heeft. Die mogelijkheid heeft de beperkt zekerheids-gerechtigde wanneer de girale activa ‘in het bezit of onder de controle’ van de zekerheidsnemer zijn gebracht. Daartoe is onder meer vereist dat (i) de zekerheidsnemer de *account provider* is, (ii) de girale activa worden overgeboekt op

⁸⁶ Evaluatierapport, p. 9-10. Zie ook: Keijser & Keijser 2008, p. 40. Tevens kan gewezen worden op de hierboven gegeven omschrijving van het gebruiksrecht in de door het recht van New York beheerste ISDA Credit Support Documents en in het ISDA-rapport.

⁸⁷ Vgl. de beschrijving van het gebruiksrecht in de ISDA Credit Support Documents die door het recht van New York worden beheerst, geciteerd in § 7.2.3.

een bijzondere rekening van de zekerheidsnemer of de rekening op naam van de zekerheidsnemer wordt gesteld, of (iii) mededeling wordt gedaan aan de *account provider* van het zekerheidsrecht. In deze drie gevallen is de zekerheidsnemer ook praktisch in staat om het gebruiksrecht uit te oefenen.

Ten aanzien van kredietvorderingen kan geen gebruiksrecht worden bedongen (art. 5 lid 6 Collateral Richtlijn). De Europese Commissie heeft een gebruiksrecht met betrekking tot kredietvorderingen uitgesloten omdat kredietvorderingen, in tegenstelling tot girale activa, niet verwisselbaar zijn.⁸⁸ De Commissie legt dus een duidelijk verband tussen het gebruiksrecht en de verwisselbaarheid van het zekerheidsobject.⁸⁹

Met de introductie van het gebruiksrecht in de Collateral Richtlijn en, na implementatie daarvan, in het nationale recht van de EU-lidstaten, groeien de twee typen zekerheidsrechten – de overdracht tot zekerheid (*outright transfer*) en het beperkte zekerheidsrecht – steeds dichter naar elkaar toe. Het kenmerkende onderscheid tussen beide vormen van zekerheid, namelijk dat bij een beperkt zekerheidsrecht de beperkt zekerheidsgerechtigde slechts het recht van parate executie heeft, terwijl de overdracht tot zekerheid ertoe leidt dat de zekerheidsnemer rechthebbende wordt en dus beschikkingsbevoegd is, vervaagt immers. Dit doet de vraag rijzen of, in de context van zekerheid op girale activa, het naast elkaar bestaan van een pandrecht op girale activa waarbij de zekerheidsnemer in dezelfde positie wordt geplaatst als de zekerheidsnemer aan wie goederen tot zekerheid zijn overgedragen door middel van een *outright transfer*, vanuit juridisch oogpunt nog langer zinvol is. Ik kom hier in § 9.5 op terug.

7.4.3 De verplichting tot overdracht van gelijkwaardige goederen

De beperkt zekerheidsgerechtigde is in beginsel gehouden de in zekerheid gegeven goederen te retourneren wanneer de verzekerde verplichting is voldaan. Echter, wanneer een gebruiksrecht is bedongen en uitgeoefend, zal de beperkt zekerheidsgerechtigde veelal niet in staat zijn de oorspronkelijke in zekerheid gegeven girale activa terug te bezorgen. Daarom voorziet de Collateral Richtlijn in de verplichting *gelijkwaardige* girale activa over te dragen, uiterlijk op het moment dat de verzekerde verplichting dient te worden nagekomen. De verplichting tot overdracht van gelijkwaardige goederen is neergelegd in art. 5 lid 2.

De vordering van de zekerheidsgever tot overdracht van gelijkwaardige goederen ontstaat op het moment dat de beperkt zekerheidsgerechtigde over het onderpand beschikt, maar is pas opeisbaar op het moment dat de zekerheidsgever de verzekerde verplichting voldoet.⁹⁰ Aan de verplichting tot overdracht van

88 'Voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van Richtlijn 98/26/EG betreffende het definitieve karakter van de afwikkeling van betalingen en effectentransacties in betalings- en afwikkelingssystemen en Richtlijn 2002/47/EG betreffende financiële zekerheidsovereenkomsten wat gekoppelde systemen en kredietvorderingen betreft', COM(2008)213, p. 10.

89 Vgl. Krzemiński 2013, p. 126.

90 Zo ook Keijser & Spath 2007, p. 57.

gelijkwaardige goederen kan de beperkt zekerheidsgerechtigde volgens de Toelichting EC bijvoorbeeld voldoen door de bijzondere rekening van de pandhouder voor het aanhouden van zekerheden in de vorm van effecten te crediteren.⁹¹

De Collateral Richtlijn bevat een enge omschrijving van het begrip ‘gelijkwaardige girale activa’. Art. 2 lid 1 sub i onder (i) Collateral Richtlijn bepaalt dat ‘gelijkwaardig geld’ inhoudt hetzelfde bedrag in dezelfde valuta. Wanneer de beperkt zekerheidsgerechtigde het gebruiksrecht met betrekking tot onderpand bestaande uit effecten heeft uitgeoefend, dient hij effecten van dezelfde emittent of debiteur, behorende tot dezelfde emissie of categorie, ter waarde van hetzelfde nominale bedrag, luidende in dezelfde valuta en van hetzelfde type over te dragen aan de zekerheidsgever (art. 2 lid 1 sub i onder (ii) Collateral Richtlijn). De beperkt zekerheidsgerechtigde mag andere activa met dezelfde waarde dan gelijkwaardige effecten retourneren, wanneer partijen dat zijn overeengekomen én ‘een gebeurtenis [plaatsvindt] die betrekking heeft op of gevolgen heeft voor als tot zekerheid verschafte financiële activa verstrekte financiële instrumenten’. Daarbij kan worden gedacht aan fusies en splitsingen en andere vennootschapsrechtelijke gebeurtenissen die ertoe kunnen leiden dat gelijkwaardige effecten niet meer beschikbaar zijn.⁹²

7.4.4 Overdracht van gelijkwaardige girale activa vóór de datum waarop de verzekerde verplichting dient te worden nagekomen (art. 5 lid 3 en 4 Collateral Richtlijn)

Hoewel de zekerheidsnemer verplicht is om gelijkwaardige girale activa over te dragen op de datum dat de verzekerde verplichting dient te worden nagekomen,⁹³ mag hij ook vóór dat moment gelijkwaardige girale activa overdragen aan de zekerheidsgever. In dat geval wordt de zekerheidsgever rechthebbende van de gelijkwaardige girale activa. De beperkt zekerheidsgerechtigde verkrijgt een beperkt zekerheidsrecht op de gelijkwaardige activa. Dit blijkt uit art. 5 lid 3 Collateral Richtlijn, dat bepaalt dat de girale activa zijn

‘(...) onderworpen aan dezelfde financiëlezekerheidsovereenkomst die leidt tot een zakelijk zekerheidsrecht als waaraan de oorspronkelijke als zekerheid verschafte financiële activa waren onderworpen, en worden behandeld als zijnde op hetzelfde tijdstip verschaft uit hoofde van de financiëlezekerheidsovereenkomst die leidt tot een zakelijk zekerheidsrecht als de oorspronkelijke als zekerheid verschafte financiële activa.’

Voor het beperkte zekerheidsrecht op gelijkwaardige activa geldt de fictie dat het is ontstaan op hetzelfde tijdstip als het oorspronkelijke beperkte zekerheidsrecht

⁹¹ Toelichting EC, p. 10.

⁹² Keijser & Keijser 2008, p. 42.

⁹³ De zekerheidsnemer kan in plaats daarvan zijn verplichting tot overdracht van gelijkwaardige goederen ‘verrekenen’ met de verzekerde vordering wanneer partijen dit zijn overeengekomen (art. 5 lid 2 Collateral Richtlijn) of deze verplichting en vordering kunnen deel uitmaken van een close-out-netting-clausule (art. 5 lid 5 Collateral Richtlijn), zie daarover § 7.4.5. Het woord verrekenen is tussen aanhalingstekens geplaatst omdat het vaak niet zal gaan om verrekening in eigenlijke zin aangezien het nationale recht voor verrekening vaak vereist dat de verbintenissen gelijksoortig zijn (zie bijvoorbeeld art. 6:127 BW).

is gevestigd.⁹⁴ Dit leidt ertoe dat het pandrecht rang neemt naar het moment dat de oorspronkelijke girale activa in zekerheid zijn gegeven. De fictie heeft bovendien tot gevolg dat het pandrecht op gelijkwaardige girale activa niet ongeldig wordt verklaard of nietig is omdat de zekerheidsstelling plaatsvindt in een bepaalde periode voorafgaande aan de insolventverklaring op grond van zogenaamde *avoidance rules*.⁹⁵ Het feit dat het beperkte zekerheidsrecht op de gelijkwaardige girale activa ‘onderworpen is aan dezelfde financiëlezekerheids-overeenkomst’ heeft ten slotte tot gevolg dat de beperkt zekerheidsgerechtigde in beginsel ook met betrekking tot de gelijkwaardige girale activa een gebruiksrecht heeft.

Ook art. 5 lid 4 Collateral Richtlijn ziet op de situatie dat gelijkwaardige girale activa zijn overgedragen vóór de datum waarop de verzekerde verplichting dient te worden nagekomen. Het luidt als volgt:

‘De lidstaten zorgen ervoor dat het overeenkomstig dit artikel door een zekerheidsnemer gemaakte gebruik van als zekerheid verschaft financiële activa er niet toe leidt dat de rechten van de zekerheidsnemer uit hoofde van de financiëlezekerheids-overeenkomst die leidt tot een zakelijk zekerheidsrecht met betrekking tot de door de zekerheidsnemer ter nakoming van lid 2, eerste alinea, overgedragen als zekerheid verschaft financiële activa, hun geldigheid verliezen of niet meer afgedwongen kunnen worden.’

Op grond van dit artikel mag de uitoefening van het gebruiksrecht er niet toe leiden dat ‘de rechten van de zekerheidsnemer uit hoofde van de financiëlezekerheids-overeenkomst’ ten aanzien van de gelijkwaardige goederen ongeldig of onafdwingbaar zijn. Ik lees deze zin zo dat de lidstaten moeten waarborgen dat het *beperkte zekerheidsrecht* op de gelijkwaardige goederen (dat op grond van art. 5 lid 3 Collateral Richtlijn ontstaat) geldig en afdwingbaar is ondanks het feit dat de zekerheidsnemer het gebruiksrecht heeft uitgeoefend.

Mij is niet geheel duidelijk wat het probleem is dat art. 5 lid 4 Collateral Richtlijn tracht op te lossen. De Europese Commissie merkt over dit artikel in een Mededeling het volgende op:

‘In het nieuwe lid 4 van artikel 5 van het gemeenschappelijk standpunt wordt verduidelijkt dat het gebruik van een financiële zekerheid er niet toe leidt dat de financiële zekerheids-overeenkomst haar geldigheid verliest jegens derden omdat de zakelijke zekerheid niet meer in het bezit of onder de controle is van de zekerheidsverschaffer [lees: zekerheidsnemer, toevoeging JD], zoals in artikel 1, lid 5, en artikel 2, lid 2, wordt verlangd.’⁹⁶

94 Blijkens art. 5 lid 3 Collateral Richtlijn gaat het om het moment dat de girale activa zijn ‘verschafft’ (dat is ‘in het bezit of onder de controle van de zekerheidsnemer’ zijn gebracht) en dus niet om het moment dat de tot zekerheid verplichtende overeenkomst wordt gesloten. Dit artikel is echter op de laatstgenoemde – en dus onjuiste – wijze geïmplementeerd in het Nederlandse recht. Zie daarover § 7.7.3.1.

95 Zie Toelichting EC, p. 10.

96 Europese Commissie, ‘Mededeling van de Commissie aan het Europees Parlement overeenkomstig artikel 251, lid 2, tweede alinea, van het EG-Verdrag over het gemeenschappelijk standpunt van de Raad met het oog op de aanneming van een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende financiële zekerheids-overeenkomsten’, SEC(2002)278, p. 9.

Aangenomen dat in plaats van het woord ‘financiële zekerheidsovereenkomst’ ‘het beperkte zekerheidsrecht op gelijkwaardige goederen’ gelezen moet worden,⁹⁷ meent de Commissie dat het verlies van bezit of controle van de *oorspronkelijke* girale activa – bijvoorbeeld doordat de beperkt zekerheidsgerechtigde de girale activa heeft overgedragen aan een derde ter uitoefening van zijn gebruiksrecht – kan leiden tot ongeldigheid van het beperkte zekerheidsrecht op gelijkwaardige girale activa omdat niet langer is voldaan aan het controlevereiste. De gedachte van de Commissie lijkt te zijn dat met het tenietgaan van het beperkte zekerheidsrecht op de oorspronkelijke girale activa (omdat niet meer aan het controlevereiste is voldaan) óók het beperkte zekerheidsrecht op de gelijkwaardige goederen ongeldig is. Blijkbaar is het doel van art. 5 lid 4 Collateral Richtlijn te voorkomen dat het beperkte zekerheidsrecht op de gelijkwaardige activa ongeldig is omdat niet langer aan het controlevereiste is voldaan.⁹⁸

7.4.5 Geen overdracht van gelijkwaardige girale activa vóór de datum waarop de verzekerde verplichting dient te worden nagekomen (art. 5 lid 2, tweede zin en lid 5 Collateral Richtlijn)

Wanneer gelijkwaardige girale activa worden overgedragen vóór de datum waarop de verzekerde verplichting dient te worden nagekomen, is de uitgangssituatie – de situatie vóór uitoefening van het gebruiksrecht – hersteld: de zekerheidsgever is rechthebbende van de in zekerheid gegeven girale activa en de zekerheidsnemer heeft daarop een beperkt zekerheidsrecht. In de praktijk zal de zekerheidsnemer echter geen gelijkwaardige goederen overdragen voordat de zekerheidsgever aan zijn verplichtingen heeft voldaan. Hij heeft daar immers geen belang bij. In die situatie moeten twee situaties onderscheiden worden:

- (i) noch de zekerheidsgever, noch de beperkt zekerheidsgerechtigde raakt insolvent tot het moment dat de datum wordt bereikt waarop de verzekerde verplichting dient te worden nagekomen; en
- (ii) de zekerheidsgever of de zekerheidsnemer raakt insolvent voordat de datum wordt bereikt waarop de verzekerde verplichting dient te worden nagekomen.

Deze twee scenario's bespreek ik hieronder afzonderlijk.

(i) De datum wordt bereikt waarop de verzekerde verplichting dient te worden nagekomen en noch de zekerheidsgever, noch de beperkt zekerheidsgerechtigde raakt insolvent

In dit scenario is de beperkt zekerheidsgerechtigde verplicht gelijkwaardige goederen over te dragen aan de zekerheidsgever. Echter, partijen kunnen ook overeenkomen dat op het moment dat de verzekerde verplichting opeisbaar wordt, de zekerheidsnemer zijn verplichting tot overdracht van gelijkwaardige

⁹⁷ Een andere lezing van deze passage is, althans vanuit Nederlandsrechtelijk perspectief, eigenlijk niet mogelijk (vgl. § 4.4). Een overeenkomst – óók een financiële zekerheidsovereenkomst – heeft immers slechts werking tussen partijen en géén werking jegens derden.

⁹⁸ Zo ook Benjamin 2007, nr. 20.68. Alleen de Belgische wetgever lijkt het noodzakelijk te hebben geacht dit artikellid te implementeren, zie daarover § 7.7.1.

goederen mag ‘verrekenen’⁹⁹ met zijn vordering tot nakoming van de verzekerde verplichting (art. 5 lid 2, tweede zin Collateral Richtlijn).¹⁰⁰ Deze ‘verrekening’ is geen wijze van uitwinning, maar een andere wijze waarop de beperkt zekerheidsgerechtigde kan voldoen aan zijn verplichting tot overdracht van gelijkwaardige goederen.¹⁰¹

Opmerkelijk is dat in art. 5 lid 2, tweede zin Collateral Richtlijn niet de spiegelbeeldige ‘verrekenings’bevoegdheid is opgenomen voor de zekerheidsgever. Of de *zekerheidsgever* de verzekerde verplichting weg kan strepen tegen zijn vordering tot overdracht van gelijkwaardige goederen, zal dus afhangen van hetgeen partijen zijn overeengekomen en het toepasselijke recht.

(ii) *De zekerheidsgever of de zekerheidsnemer raakt insolvent voordat de datum wordt bereikt waarop de verzekerde verplichting dient te worden nagekomen*

In dit scenario zal de niet-insolvente partij zijn verplichting willen wegstrepen tegen hetgeen hij te vorderen heeft.¹⁰² Dit geldt in het bijzonder voor de zekerheidsgever, omdat dit de enige wijze is om het insolventierisico dat hij loopt op de beperkt zekerheidsgerechtigde, terug te dringen.¹⁰³ De Collateral Richtlijn bevat twee bepalingen die deze ‘verrekenen’ mogelijkheid moeten waarborgen.

Ook in dit scenario kan, zoals hierboven al aan de orde kwam, de beperkt zekerheidsgerechtigde allereerst op grond van art. 5 lid 2, tweede zin Collateral Richtlijn de bevoegdheid worden toegekend om zijn verplichting tot overdracht van gelijkwaardige goederen te ‘verrekenen’ met zijn vordering tot nakoming van de verzekerde verplichting. Zoals eveneens hierboven is opgemerkt, komt de zekerheidsgever deze bevoegdheid alleen toe wanneer partijen dit zijn overeengekomen en het toepasselijke recht dat toelaat. Ten tweede kan op grond van art. 5 lid 5 Collateral Richtlijn de verplichting tot overdracht van gelijkwaardige activa ‘het voorwerp uitmaken van een clause tot saldering bij vroegtijdige beëindiging’ als omschreven in art. 2 lid 1 sub n Collateral Richtlijn. Concreet betekent dit dat alle rechten en verplichtingen van beide partijen worden teruggebracht tot betaling van één nettobedrag door de ene partij aan de andere partij. Close-out-netting-bedingen maken deel uit van de ISDA documentatie.¹⁰⁴ Ook *prime brokerage agreements* bevatten doorgaans een close-out-netting-beding.

99 Het woord ‘verrekenen’, dat in art. 5 lid 2, tweede zin Collateral Richtlijn wordt gebruikt, is hier tussen aanhalingstekens geplaatst omdat het vaak niet zal gaan om verrekening in eigenlijke zin aangezien het nationale recht voor verrekening vaak vereist dat de verbintenissen gelijksoortig zijn, zie bijvoorbeeld art. 6:127 BW. Zie hierover tevens voetnoot 93 (hoofdstuk 7).

100 Wanneer de zekerheidsgever de verzekerde verplichting tijdig nakomt, gaat de vordering van de zekerheidsnemer teniet en kan de zekerheidsnemer dus geen gebruik meer maken van de aan hem door art. 5 lid 2, tweede zin Collateral Richtlijn toegekende bevoegdheid.

101 Zo ook Boddaert 2005, nr. 68, voetnoot 95.

102 Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-II 2013/220. Op dit punt kan een parallel worden getrokken met de situatie dat girale activa tot zekerheid zijn overgedragen. Ook in dat geval zal de zekerheidsnemer zijn verplichting tot overdracht van gelijkwaardige goederen willen wegstrepen tegen de verzekerde verplichting.

103 Zie over dit punt meer uitgebreid § 7.5.

104 Zie art. 6 ISDA Master Agreement.

7.5 De keerzijde van het gebruiksrecht

In beginsel gaat de zekerheidsgever er niet op achteruit wanneer de beperkt zekerheidsgerechtigde een gebruiksrecht wordt toegekend en hij het gebruiksrecht uitoefent. De zekerheidsgever verkrijgt immers een vordering tot overdracht van gelijkwaardige goederen. Echter, wanneer de beperkt zekerheidsgerechtigde na uitoefening van het gebruiksrecht failliet gaat, heeft de zekerheidsgever slechts een verbintenisrechtelijke aanspraak tot overdracht van gelijkwaardige girale activa (aangenomen dat er in de tussentijd geen gelijkwaardige goederen aan hem zijn overgedragen).¹⁰⁵ De zekerheidsgever loopt dus een insolventierisico op de beperkt zekerheidsgerechtigde. Om deze reden is het gebruiksrecht, voornamelijk in de Nederlandse literatuur, kritisch ontvangen.¹⁰⁶

Ten aanzien van deze ‘keerzijde’ van het gebruiksrecht dient allereerst te worden opgemerkt dat de zekerheidsgever er niet op achteruitgaat wanneer een gebruiksrecht wordt bedongen en uitgeoefend met betrekking tot giraal geld. Zoals in hoofdstuk 5 naar voren kwam, kwalificeren alle onderzochte rechtsstelsels giraal geld als een vordering op de bank waar de rekening wordt aangehouden. Dit betekent dat, wanneer een gebruiksrecht wordt bedongen en uitgeoefend ten aanzien van giraal geld, in de plaats van de vordering op de *account bank* een andere vordering komt, namelijk de vordering tot overdracht van gelijkwaardige goederen op de beperkt zekerheidsgerechtigde. Het is dus een verbintenisrechtelijke aanspraak op de *account bank* die wordt vervangen door een *verbintenisrechtelijke* aanspraak op de beperkt zekerheidsgerechtigde.¹⁰⁷ Van een verzwakking van de positie van de zekerheidsgever is bij zekerheid op giraal geld daarom doorgaans geen sprake.

Het insolventierisico dat de zekerheidsgever loopt, heeft de Europese wetgever – in tegenstelling tot de voordelen van het gebruiksrecht: het verhogen van de liquiditeit op de financiële markten¹⁰⁸ – niet uitdrukkelijk onder ogen gezien. De Toelichting EC lijkt ervan uit te gaan dat het gebruiksrecht slechts voordelen voor de zekerheidsgever meebrengt:

‘Het recht om als zekerheid verstrekte effecten te hergebruiken, verhoogt niet alleen de marktliquiditeit, maar brengt tevens voordelen met zich mee voor zowel zekerheidsverschaffers als zekerheidsnemers. Dit recht stelt de zekerheidsnemers immers in staat inkomsten te puren uit het hergebruik van zekerheden, waardoor zij eventueel kans kunnen zien de zekerheidsverschaffers betere financieringsvoorwaarden te bieden.’¹⁰⁹

Een verklaring voor het feit dat de ‘keerzijde van het gebruiksrecht’ niet is meegenomen, kan zijn dat de opstellers van de Collateral Richtlijn primair de in de financiële praktijk gebruikelijke financiëlezekerheidsarrangementen in hun

¹⁰⁵ Zie onder meer Keijser 2003, p. 441-442, Keijser 2004, § 5, De Serrière 2004, § 10, Van Vliet 2005, p. 194, Verstijlen 2006, p. 1209 en Pitlo/Reehuis e.a. 2012, nr. 982.

¹⁰⁶ Zie bijvoorbeeld Keijser 2004, § 5 en Verstijlen 2005, p. 71.

¹⁰⁷ Zie over dit punt nader § 7.7.3.2.2.

¹⁰⁸ Zie § 7.4.1.

¹⁰⁹ Toelichting EC, p. 9.

achterhoofd hebben gehad (de in hoofdstuk 2 besproken gestandaardiseerde raamovereenkomsten en *prime brokerage agreements*). Deze voorzien in mechanismen om de overwaarde zoveel mogelijk terug te dringen en daarmee het insolventierisico dat de zekerheidsgever loopt op de beperkt zekerheidsgechtigde, tot een minimum te beperken.

In dat verband kan ten eerste gewezen worden op de mogelijkheid voor de zekerheidsgever om zijn verplichtingen weg te strepen tegen zijn vordering tot overdracht van gelijkwaardige girale activa op grond van een close-out-netting-clausule. In dat geval loopt de zekerheidsgever alleen een insolventierisico voor zover de waarde van de in zekerheid gegeven girale activa de hoogte van de verzekerde verplichting overtreft (*over-collateralisation*). De *over-collateralisation* wordt echter beperkt door *margin maintenance*-bepalingen. Op grond daarvan wordt de hoogte van de verzekerde verplichting en de waarde van het onderpand zoveel mogelijk in evenwicht gehouden door, vaak dagelijks, de in zekerheid gegeven girale activa te waarderen tegen de actuele marktwaaarde en een eventueel overschot aan onderpand aan de zekerheidsgever te retourneren. Vaak is de waarde van de in zekerheid gegeven girale activa echter iets hoger dan de verzekerde verplichting (de zogenaamde *haircut*). In de *haircut* wordt het risico verdisconteerd dat de in zekerheid gegeven effecten bij executie mogelijk minder opbrengen.¹¹⁰ *Margin maintenance*-bepalingen zorgen er dus voor dat het insolventierisico dat de zekerheidsgever loopt, beperkt blijft tot de hoogte van de *haircut*.¹¹¹ In het kader van *prime brokerage agreements* is het gebruikelijk dat de *prime broker* effecten uit de effectenportefeuille van het hedgefonds ter waarde van 110% van de verzekerde verplichting mag 'hergebruiken'. Dit betekent dat de overwaarde beperkt blijft tot 10% van de verzekerde verplichting.¹¹²

Aangezien de overwaarde bij deze zekerheidsarrangementen beperkt is, blijft eveneens het insolventierisico dat de zekerheidsgever loopt, beperkt. Het verlies van de goederenrechtelijke aanspraak wordt in de financiële praktijk dan ook niet als het belangrijkste probleem van het gebruiksrecht ervaren. Bij de insolventieprocedure in het Verenigd Koninkrijk van Lehman Brothers, die als *prime broker* optrad en uit dien hoofde girale activa ter waarde van ongeveer € 60 miljard in onderpand had, was het grootste probleem dat lange tijd onduidelijk was met betrekking tot welke girale activa het gebruiksrecht was uitgeoefend en of Lehman Brothers zich aan de afgesproken '*rehypothecation*

110 Vgl. de definitie van '*haircut*' in de BIS Glossary 2003: '*the difference between the market value of a security and its collateral value. Haircuts are taken by a lender of funds in order to protect the lender; should the need arise to liquidate the collateral, from losses owing to declines in the market value of the security*'.

111 Opgemerkt dient te worden dat de ISDA zekerheidsdocumentatie voorziet in de mogelijkheid om een *Independent Amount* overeen te komen. Daarbij gaat het om een vastgestelde geldsom die in zekerheid wordt gegeven los van de verplichtingen die bestaan op grond van *margin maintenance*-bepalingen om zekerheid te stellen. De *Independent Amount* dient '*primarily as a cushion to guard against the residual credit risk that may exist even under a collateralized trading agreement*', zie ISDA/SIFMA, 'Independent Amounts', Release 2.0, 1 maart 2010, p. 6. In het geval dat een *Independent Amount* is overeengekomen, loopt de zekerheidsgever dus mogelijk een groter insolventierisico.

112 Zie bijvoorbeeld Zentraler Kreditausschuss, 'Erläuterungen zur "Auslegung des Bundesministeriums der Finanzen zur Thematik Primebroker nach dem Investmentgesetz"', 3 juni 2004, p. 7, beschikbaar via http://www.die-deutsche-kreditwirtschaft.de/uploads/media/040603_ZKA_Primebroker.pdf.

limits' had gehouden.¹¹³ Een ander probleem is dat zekerheidsgevers zich onvoldoende bewust zijn van de risico's die met het toekennen van een gebruiksrecht gepaard gaan. Zowel op nationaal niveau als op Europees niveau wordt daarom ingezet op informatieplichten teneinde inzichtelijk te maken voor zekerheidsgevers welke risico's zij lopen bij *rehypothecation*.¹¹⁴

Het is echter denkbaar dat een zekerheidsarrangement onder de werkingssfeer van de Collateral Richtlijn valt waarbij er sprake is van een aanzienlijke overwaarde. Gedacht kan worden aan het geval waarin effecten in zekerheid worden gegeven voor een krediet dat in termijnen moet worden terugbetaald, zonder dat gebruik wordt gemaakt van *margin maintenance*. Wanneer een gebruiksrecht is bedongen en uitgeoefend met betrekking tot onderpand van een aanzienlijk hogere waarde dan de hoogte van de verzekerde verplichting – aangenomen dat dit toelaatbaar is op grond van het toepasselijke nationale recht –, ontstaat een forse overwaarde en loopt de zekerheidsgever dus een aanzienlijk insolventierisico.

Voor dit probleem zijn verschillende oplossingen denkbaar. De Nederlandse wetgever heeft bijvoorbeeld gekozen voor het toekennen van een bijzonder voorrecht aan de zekerheidsgever voor zijn vordering tot overdracht van gelijkwaardige goederen. In § 7.7.3.2.2 zal ik betogen dat deze bepaling enerzijds slechts een gedeeltelijke oplossing voor het probleem biedt en anderzijds zijn doel voorbijstoot. Mijns inziens verdient een andere oplossing de voorkeur indien men de zekerheidsgever wil beschermen tegen dit insolventierisico, namelijk een engere afbakening van het toepassingsbereik van de Collateral Richtlijn. Het feit dat de zekerheidsgever slechts een verbintenisrechtelijke aanspraak heeft na uitoefening van het gebruiksrecht, wordt, zoals hiervoor uiteengezet, namelijk niet als (zeer) problematisch ervaren in het kader van zekerheidsarrangementen waarvoor de Collateral Richtlijn primair bedoeld is. Om die reden zou de werkingssfeer van de richtlijn niet alleen tot bepaalde partijen, maar ook tot bepaalde zekerheidsarrangementen, zoals *repurchase agreements*, *securities lending agreements* en zekerheidsarrangementen in het kader van derivatenovereenkomsten evenals *prime brokerage agreements*, beperkt kunnen worden. Als voorbeeld hiervoor kan de Duitse implementatiewetgeving dienen. Daarin wordt bepaald dat wanneer de zekerheidsgever een onderneming is (zoals genoemd in art. 1 lid 2 onder e Collateral Richtlijn), de implementatiewetgeving alleen van toepassing is wanneer girale activa in zekerheid worden gegeven voor verplichtingen voortvloeiend uit (i) overeenkomsten met betrekking tot de verkrijging en vervreemding van effecten, (ii) *repurchase agreements*, *securities lending agreements* en vergelijkbare overeenkomsten of (iii) een lening ter financiering van de verkrijging van effecten (zie § 1 lid 17 KWG).

¹¹³ Financial Times 11 januari 2009, 'Absorbing the lessons of Lehman Bros', beschikbaar via <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/b55d68e0-de90-11dd-9464-000077b07658.html#axzz385SUgvf8>.

¹¹⁴ Zie de in § 7.7.4.2 te bespreken CASS Rules en het in voetnoot 5 (hoofdstuk 7) genoemde Proposal for a Regulation of the European Parliament and the Council on reporting and transparency of securities financing transactions, dat onder meer voorziet in een transparantieplicht wanneer de zekerheidsnemer het recht van '*rehypothecation*' uitoefent bij *securities financing transactions*, zoals *repurchase agreements* en *securities lending agreements*.

7.6 De juridische constructie van het gebruiksrecht

7.6.1 *Onduidelijkheid over de gevolgen van uitoefening van het gebruiksrecht*

In deze paragraaf staat de vraag naar de juridische constructie van het gebruiksrecht centraal. De wijze waarop het gebruiksrecht juridisch geconstrueerd moet worden, is, zoals ik hierna nader zal toelichten, bepalend voor de vraag wat na uitoefening van het gebruiksrecht de positie is van de zekerheidsgever, de beperkt zekerheidsgerechtigde en degene ten behoeve van wie het gebruiksrecht wordt uitgeoefend.

Vooropgesteld moet worden dat het toekennen van een gebruiksrecht aan de beperkt zekerheidsgerechtigde in beginsel geen wijziging brengt in de positie van de zekerheidsgever, noch in die van de beperkt zekerheidsgerechtigde. Dit volgt uit art. 5 lid 2 Collateral Richtlijn, dat niet aan het *toekennen* van een gebruiksrecht, maar aan de *uitoefening* ervan rechtsgevolgen verbindt. Dit betekent dat, zolang het gebruiksrecht niet is uitgeoefend, de zekerheidsgever rechthebbende blijft van de in zekerheid gegeven girale activa en de zekerheidsnemer daarop een beperkt zekerheidsrecht heeft.¹¹⁵

Deze situatie kan veranderen wanneer de beperkt zekerheidsgerechtigde het gebruiksrecht uitoefent. De Collateral Richtlijn geeft echter niet aan wat de gevolgen zijn van uitoefening van het gebruiksrecht voor de betrokken partijen. In het bijzonder rijst de vraag of de zekerheidsgever rechthebbende blijft van de in zekerheid gegeven girale activa na uitoefening van het gebruiksrecht of anderszins een goederenrechtelijke aanspraak kan doen gelden of dat hij genoeg moet nemen met een verbintenisrechtelijke aanspraak tot teruggave van gelijkwaardige goederen. Het antwoord op die vraag volgt niet reeks uit de Collateral Richtlijn. Er kunnen twee constructies onderscheiden worden, die ik kortweg aanduid als de machtigingsconstructie en de overdrachtsconstructie. Beide licht ik hieronder nader toe.

7.6.2 *De machtigingsconstructie*

In dit geval verleent de zekerheidsgever de beperkt zekerheidsgerechtigde de bevoegdheid om in eigen naam en voor eigen rekening – dat wil zeggen dat de beperkt zekerheidsgerechtigde het economisch voordeel daarvan geniet, maar ook de economische risico's daarvan draagt – over de in zekerheid gegeven goederen te beschikken en deze te gebruiken. De beperkt zekerheidsgerechtigde kan anders gezegd beschikken over de girale activa die tot het vermogen van de zekerheidsgever behoren en deze gebruiken als ware hij rechthebbende van de girale activa.¹¹⁶ Het vormgeven van het gebruiksrecht als een machtiging om in eigen naam en voor eigen rekening en te beschikken over de girale activa die tot

¹¹⁵ Vgl. de definitie van een financieelzekerheidsarrangement tot vestiging van een beperkt zekerheidsrecht in art. 2 lid 1 sub c Collateral Richtlijn.

¹¹⁶ Vgl. Jansen 2007, p. 167.

het vermogen van de zekerheidsgever behoren en deze gebruiken sluit aan bij de tekst van art. 2 lid 1 sub m Collateral Richtlijn. Dit artikel definieert het gebruiksrecht als het recht van de beperkt zekerheidsgerechtigde om over de girale activa te beschikken *alsof* hij daarvan rechthebbende is. De beperkt zekerheidsgerechtigde wordt dus geen rechthebbende, maar hem wordt slechts de bevoegdheid toegekend om over de in zekerheid gegeven girale activa te beschikken *als ware* hij rechthebbende.

In deze visie is het niet uitgesloten dat de zekerheidsgever een goederenrechtelijke aanspraak op de in zekerheid gegeven girale activa behoudt. In dat opzicht kan een parallel worden getrokken met de gevolgen van herverspanding naar Belgisch en Nederlands recht.¹¹⁷ Wanneer de beperkt zekerheidsgerechtigde het gebruiksrecht uitoefent door vestiging van een beperkt zekerheidsrecht op de girale activa, komt een tweede beperkt zekerheidsrecht op het goed van de zekerheidsgever te rusten. Aangenomen moet worden dat een rangwisseling plaatsvindt ten gunste van de derde. Dit volgt uit het feit dat de positie van de derde niet wezenlijk mag verschillen van de positie waarin hij zou verkeren als de beperkt zekerheidsgerechtigde daadwerkelijk rechthebbende zou zijn geweest van het onderpand. Dit zou wel het geval zijn als hij een zekerheidsrecht zou verkrijgen dat tweede in rang is. Wanneer het gebruiksrecht wordt uitgeoefend door overdracht, wordt de derde rechthebbende en verliest de zekerheidsgever zijn goederenrechtelijke aanspraak op de in zekerheid gegeven girale activa.

7.6.3 De overdrachtsconstructie

De eerste constructie lijkt niet overeen te komen met de wijze waarop in de praktijk wordt aangekeken tegen (de gevolgen van uitoefening van) het gebruiksrecht. Dit kan geïllustreerd worden aan de hand van het antwoord van de *Zentraler Kreditausschuss* – tegenwoordig *Die Deutsche Kreditwirtschaft*, de belangenorganisatie van de Duitse bankensector – op de vraag in hoeverre een *prime broker* de aan hem in zekerheid gegeven effecten mag gebruiken:

‘Üblicherweise steht dem Primebroker ein umfassendes Nutzungsrecht an den als Sicherheit gestellten Wertpapieren zu. Nur so können die Wertpapierbestände effizient bewirtschaftet und damit günstige Konditionen für den Hedgefonds erzielt werden. Der Primebroker erhält bei der Ausübung das rechtliche und wirtschaftliche Eigentum an den als Sicherheiten gestellten Wertpapieren, der Hedgefonds im Gegenzug einen Rückübertragungsanspruch von Wertpapieren gleicher Art und Güte (Rehypothecation).’ [Onderstreping JD]¹¹⁸

De voorstelling in de praktijk is dat de beperkt zekerheidsgerechtigde (*prime broker*) rechthebbende wordt van de aan hem in zekerheid geven girale activa wanneer hem een gebruiksrecht is toegekend en hij dit recht uitoefent, terwijl de zekerheidsgever (het hedgefonds) zijn aanspraak verliest en genoeg moet

¹¹⁷ Zie daarover § 7.3.1 resp. § 7.3.3.

¹¹⁸ Zentraler Kreditausschuss, ‘Erläuterungen zur “Auslegung des Bundesministeriums der Finanzen zur Thematik Primebroker nach dem Investmentgesetz”’, 3 juni 2004, p. 5-6.

nemen met een verbintenisrechtelijke vordering tot overdracht van gelijkwaardige effecten. Dit is eveneens de toezichtrechtelijke benadering van het ‘*right of use*’ bij *prime brokerage arrangements* in het Verenigd Koninkrijk, zie CASS 3.1.7¹¹⁹:

‘(...) under a “right to use arrangement”, the client has transferred to the firm the legal title and associated rights to the asset, so that when the firm exercises its right to treat the asset as its own, the asset ceases to belong to the client and in effect becomes the firm’s asset (...). The firm may exercise its right to treat the asset as its own by, for example, clearly so identifying the asset in its own books and records.’

Dit is eveneens de wijze waarop het gebruiksrecht in de ISDA zekerheidsdocumentatie is geconstrueerd. De beperkt zekerheidsgerechtigde wordt de bevoegdheid toegekend om over de in zekerheid gegeven girale activa te beschikken en deze te gebruiken ‘*free from any claim or right of any nature whatsoever of the Pledgor, including any equity or right of redemption by the Pledgor*’.¹²⁰ Uitoefening van het gebruiksrecht heeft met andere woorden tot gevolg dat de ‘*proprietary equity of redemption*’ wordt gereduceerd tot een ‘*contractual claim for the return of equivalent assets*’.¹²¹

In deze benadering converteert het beperkte zekerheidsrecht als het ware op het moment van uitoefening van het gebruiksrecht in een financieelzekerheidsarrangement tot overdracht.¹²² Dit heeft tot gevolg dat de zekerheidsgever zijn gerechtigdheid tot de in zekerheid gegeven girale activa verliest en de beperkt zekerheidsgerechtigde rechthebbende wordt, óók wanneer het gebruiksrecht wordt uitgeoefend door vestiging van een beperkt zekerheidsgerechtigde. De oorspronkelijke zekerheidsgever verkrijgt in ruil voor het verlies van zijn aanspraak op de in zekerheid gegeven girale activa een aanspraak op overdracht van gelijkwaardige goederen op grond van art. 5 lid 2 Collateral Richtlijn.

In de Collateral Richtlijn, meer in het bijzonder art. 5 lid 2, kan een aanwijzing worden gevonden dat dit de juridische constructie is die schuilgaat achter het gebruiksrecht. Art. 5 lid 2 Collateral Richtlijn bepaalt dat uitoefening van het gebruiksrecht leidt tot de verplichting om gelijkwaardige activa over te dragen. Het ontstaan van deze verplichting lijkt te impliceren dat de zekerheidsgever iedere aanspraak op de in zekerheid gegeven girale activa verliest en als compensatie voor dat verlies een vordering tot overdracht van gelijkwaardige goederen verkrijgt. Het zou immers niet noodzakelijk zijn om de zekerheidsgever een vordering tot overdracht van gelijkwaardige goederen toe te kennen indien hij een aanspraak op de in zekerheid gegeven girale activa behoudt.

119 CASS staat voor ‘Client Asset Sourcebook’. Dit sourcebook is onderdeel van het ‘Financial Conduct Authority Handbook’ en raadpleegbaar via <http://fshandbook.info/FS/html/FCA/>.

120 Zie daarover nader § 7.2.3.

121 Benjamin 2007, nr. 20.68.

122 Vgl. Cooley 2001, p. 122.

7.6.4 Tussenbalans

Welk van beide constructies – de machtigingsconstructie of de overdrachtsconstructie – de Collateral Richtlijn op het oog heeft, is niet duidelijk. Het valt te betreuren dat dit punt in zowel de voorbereidende stukken als de tekst van de richtlijn onderbelicht is gebleven. De juridische constructie van het gebruiksrecht is namelijk bepalend voor de gevolgen van uitoefening van het gebruiksrecht en dus doorslaggevend ter bepaling van de positie van de zekerheidsgever, beperkt zekerheidsgerechtigde en derde ten behoeve van wie het gebruiksrecht is uitgeoefend ten aanzien van het onderpand na uitoefening van het gebruiksrecht.

De juridische constructie van het gebruiksrecht dient te worden vastgesteld ‘in het licht van de bewoordingen en het doel van de relevante richtlijn teneinde het door de richtlijn beoogde resultaat te bereiken’.¹²³ De bewoordingen van art. 5 Collateral Richtlijn bieden steun voor beide opvattingen. Aan de ene kant kan gewezen worden op art. 5 lid 2 Collateral Richtlijn, dat bepaalt dat in de plaats van de oorspronkelijke aanspraak van de zekerheidsgever een vordering tot overdracht van gelijkwaardige activa komt. Aangezien deze vordering dient ter compensatie van het verlies van de aanspraak van de zekerheidsgever op de in zekerheid gegeven goederen, kan daaruit worden afgeleid dat de zekerheidsgever steeds zijn aanspraak op het onderpand verliest. Aan de andere kant bepaalt art. 5 lid 1 Collateral Richtlijn dat de beperkt zekerheidsgerechtigde die een gebruiksrecht is toegekend kan beschikken over de girale activa *alsof* hij daarvan rechthebbende is. Dit lijkt te impliceren dat de zekerheidsnemer geen recht-hebbende wordt, maar hem slechts een machtiging wordt verstrekt om over de girale activa te beschikken. Uit de bewoordingen van de richtlijn kan kortom niet worden afgeleid wat de juridische constructie achter het gebruiksrecht is. Het doel van het gebruiksrecht – het creëren van een liquide markt – kan eveneens met beide constructies bereikt worden. Richtlijnconforme interpretatie lijkt in dit geval dus geen antwoord te bieden op de vraag wat de juridische constructie achter het gebruiksrecht is.

Ter beantwoording van de voorliggende vraag moet mijns inziens daarom aansluiting worden gezocht bij (de juridische constructie van) het gebruiksrecht in de ISDA documentatie en *prime brokerage agreements*. Daarop is het gebruiksrecht in de Collateral Richtlijn immers gebaseerd.¹²⁴ Bovendien is de Collateral Richtlijn primair bedoeld voor de in hoofdstuk 2 besproken financiëlezekerheidsarrangementen, zodat het voor de hand ligt daarbij aansluiting te zoeken. Zoals in § 7.6.3 aan de orde kwam, is de juridische constructie achter zowel het gebruiksrecht in zowel de ISDA documentatie als *prime brokerage agreements* de overdrachtsconstructie. Dit betekent dat uitoefening van het gebruiksrecht tot gevolg heeft dat de zekerheidsgever zijn goederenrechtelijke aanspraak op de in zekerheid gegeven girale activa verliest. De oorspronkelijke zekerheidsgever verkrijgt in ruil voor het verlies van zijn aanspraak op de in zekerheid gegeven girale activa een aanspraak op overdracht van gelijkwaardige

¹²³ Zie over richtlijnconforme interpretatie meer uitgebreid § 6.4.

¹²⁴ Zie daarover § 7.2.

goederen (art. 5 lid 2 Collateral Richtlijn). In de volgende paragraaf, waarin de implementatie van het gebruiksrecht centraal staat, wordt als uitgangspunt genomen dat de Collateral Richtlijn uitgaat van de overdrachtsconstructie.

7.7 Implementatie van het gebruiksrecht in het nationale recht

7.7.1 Belgisch recht

In § 7.3.1 kwam aan de orde dat de meerderheid van de Belgische juridische auteurs het reeds vóór implementatie van de Collateral Richtlijn mogelijk achtte om bij overeenkomst af te wijken van het ‘verbod op gebruik’ van de verpande goederen. Desalniettemin is volgens de wetgever ‘een duidelijker omkadering en bescherming van het hergebruik van verpande activa’ noodzakelijk om in Europa tot een solide en brede markt van ‘*rehypothecation*’ te komen.¹²⁵ De wetgever heeft er daarom niet voor gekozen om het gebruiksrecht te implementeren door verwijzing naar de mogelijkheid om bij overeenkomst af te wijken van het ‘verbod op gebruik’, maar door deze materie expliciet in de WFZ te regelen.

Art. 11, § 1 lid 1 WFZ bepaalt dat de pandhouder, voor zover partijen daarover overeenstemming hebben bereikt, de in pand gegeven effecten op om het even welke manier mag gebruiken, alsof hij er eigenaar van is. De pandhouder kan – zoals in de Memorie van Toelichting wordt opgemerkt – met betrekking tot verpande effecten ‘alle daden van beschikking stellen’: hij kan de verpande activa verkopen, uitlenen, tot zekerheid overdragen, verpanden en soortgelijke rechtshandelingen verrichten.¹²⁶ Op grond van art. 11, § 1 lid 2 WFZ tast uitoefening van het gebruiksrecht de rechten van de pandhoudende schuldeiser niet aan. Deze bepaling voorkomt dat het voorrecht van de pandhouder tenietgaat omdat niet langer aan het in art. 2076 BBW neergelegde vereiste is voldaan dat het verpande goed in het bezit is gesteld en gebleven van een schuldeiser of een derde.¹²⁷ Het lijkt hier te gaan om implementatie van art. 5 lid 4 Collateral Richtlijn, dat de geldigheid van het beperkte zekerheidsrecht op gelijkwaardige activa waarborgt.

Opvallend is dat het gebruiksrecht zoals opgenomen in art. 11, § 1 lid 1 WFZ beperkt is tot effecten (‘financiële instrumenten’). Seeldrayers en Sagaert vragen zich af of de Belgische wetgever hiermee de Collateral Richtlijn op een correcte wijze heeft omgezet.¹²⁸ Zij stellen voor om de WFZ op dit punt richtlijnconform te interpreteren, zodat ook een gebruiksrecht met betrekking tot giraal geld voor handen moet worden geacht naar Belgisch recht. De beperking in de WFZ hoeft volgens hen echter geen problemen op te leveren, omdat ook op grond van het

125 Parl. St. Kamer, 2004-2005, nr. 1407/001, p. 41.

126 Parl. St. Kamer, 2004-2005, nr. 1407/001, p. 41. Zie ook Boddaert 2005, nr. 64 en Seeldrayers & Sagaert 2006, nr. 29.

127 Parl. St. Kamer, 2004-2005, nr. 1407/001, p. 41.

128 Seeldrayers & Sagaert 2006, nr. 29.

gemene recht kan worden aangenomen dat het gebruiksrecht en de restitutieplicht kunnen worden aangenomen.¹²⁹ Daarbij dient evenwel de kanttekening te worden geplaatst dat alleen in het geval dat op grond van het gemene recht tevens kan worden aangenomen dat een pandrecht komt te rusten op de door de beperkt zekerheidsgerechtigde overgedragen gelijkwaardige activa, sprake is van een juiste omzetting van de richtlijn.¹³⁰ Art. 5 lid 3 Collateral Richtlijn vereist immers dat het nationale recht van de lidstaten in een dergelijk ‘substitutiepandrecht’ voorziet.

De pandhouder is gehouden om uiterlijk op de datum van opeisbaarheid van de verzekerde verplichting de oorspronkelijk in pand gegeven financiële instrumenten door gelijkwaardige financiële instrumenten te vervangen.¹³¹ Gelijkwaardige financiële instrumenten worden in art. 3, 8° WFZ gedefinieerd als financiële instrumenten met dezelfde kenmerken en ter waarde van hetzelfde bedrag of financiële instrumenten die, bij overeenkomst, als dusdanig worden aanvaard. De definitie van gelijkwaardige financiële instrumenten is daarmee ruimer dan de definitie van dat begrip in art. 2 lid 1 sub i Collateral Richtlijn. Op grond van de WFZ kwalificeren immers niet alleen financiële instrumenten met – kort gezegd – dezelfde kenmerken (dezelfde emittent of debiteur, dezelfde emissie of categorie, etc.) als ‘gelijkwaardig’, maar ook financiële instrumenten die in de overeenkomst als zodanig worden aangemerkt.

Art. 11, § 2 lid 3 WFZ bepaalt dat op de ‘vervangen financiële instrumenten dezelfde regeling van toepassing [is] als op de oorspronkelijk in pand gegeven financiële instrumenten, zonder dat zij als een nieuwe zekerheid kunnen worden beschouwd’. Wanneer gelijkwaardige financiële instrumenten worden overgedragen voordat de verzekerde verplichting wordt voldaan, behoudt het pandrecht dus zijn initiële rang en wordt voorkomen dat het pandrecht niet aan de boedel kan worden tegengeworpen doordat het pandrecht tot stand is gekomen in de verdachte periode (art. 17, 3° en 18 Faill.W.). Art. 11, § 2 lid 3 WFZ vormt de omzetting van de in art. 5 lid 3 Collateral Richtlijn opgenomen fictie dat het pandrecht op gelijkwaardige activa op hetzelfde tijdstip tot stand is gekomen als het oorspronkelijke pandrecht. De pandhouder kan in plaats van de hiervoor beschreven vervanging, mits partijen dit zijn overeengekomen, de waarde van die financiële instrumenten verrekenen met de verzekerde verplichting.¹³² Het eventuele saldo dat resteert na verrekening komt toe aan de pandgever.¹³³

In art. 11, § 3 WFZ is een spiegelbeeldige verrekeningsbevoegdheid opgenomen voor de pandgever. Hij kan de verzekerde verplichting verrekenen met de vordering tot overdracht van gelijkwaardige goederen wanneer de pandhouder zijn verplichting om de oorspronkelijk in pand gegeven financiële instrumenten op de datum van opeisbaarheid van de verzekerde verplichting te vervangen door gelijkwaardige financiële instrumenten, niet nakomt. Indien de pandgever

129 Zie tevens Peeters & Christiaens 2006, nr. 86.

130 Zie over zakelijke subrogatie naar Belgisch recht Sagaert 2003.

131 Art. 11, § 2 lid 1 WFZ.

132 Art. 11, § 2 lid 1 WFZ.

133 Art. 11, § 2 lid 2 WFZ.

van een vergelijkbare mogelijkheid gebruik wil maken wanneer de pandhouder insolvent raakt vóórdat de verzekerde verplichting opeisbaar is, is dit mogelijk wanneer een close-out-netting-bepaling in de overeenkomst is opgenomen.¹³⁴

De verrekeningsbevoegdheid voor de pandgever zoals opgenomen in art. 11, § 3 WFZ komt niet voor in de Collateral Richtlijn.¹³⁵ Het doel van deze bepaling is het beperken van het insolventierisico dat de zekerheidsgever loopt op de zekerheidsnemer. Door de verrekeningsbevoegdheid uit te oefenen ontloopt de pandgever het risico dat wanneer hij zelf alsnog de verzekerde verplichting nakomt jegens de pandhouder, hij zijn vordering tot overdracht van gelijkwaardige goederen ter verificatie moet indienen bij insolventie van de pandhouder.¹³⁶ Deze beschermingsgedachte verklaart waarom art. 11, § 3 WFZ niet vereist dat partijen deze verrekeningsbevoegdheid zijn overeengekomen, maar de pandgever deze verrekeningsbevoegdheid van rechtswege toekomt.

Zowel in het geval dat de pandgever overgaat tot verrekening als wanneer de pandhouder dat doet, dienen de overeengekomen regels voor de waardering van de in pand gegeven financiële instrumenten en van de verzekerde verplichting te worden nageleefd.¹³⁷ Bij gebrek hieraan worden de in pand gegeven financiële instrumenten gewaardeerd onder verwijzing naar hun waarde op de datum van opeisbaarheid van de gewaarborgde schuld. Art. 11, § 4 WFZ bepaalt ten slotte dat hoven en rechtbanken achteraf de voorwaarden kunnen controleren voor de waardering van de als zekerheid verschaft financiële instrumenten of van het bedrag van de gewaarborgde schuldvordering.

7.7.2 Duits recht

Duitsland is de enige in dit onderzoek betrokken jurisdictie waar het gebruiksrecht is geïmplementeerd door verwijzing naar een reeds bestaande rechtsfiguur. Volgens de Minister bestaat er geen noodzaak tot implementatie van art. 5 Collateral Richtlijn omdat het Duitse recht reeds toelaat dat pandgever en pandhouder overeenkomen dat *‘der Pfändgläubiger berechtigt sein soll, die ihm zu Sicherungszwecken überlassenen Sachen durch Aneignung oder Veräußerung zu verwenden und an ihrer Stelle gleichartige Sachen zurückzuzuwähren’*.¹³⁸ De Minister doelt hier op het oneigenlijke pandrecht zoals besproken in § 7.3.2.1. Naar mijn mening kan de Duitse wetgever, om twee redenen, slechts tot op zekere hoogte gevolgd worden in zijn standpunt dat het mogelijk is om art. 5 Collateral Richtlijn om te zetten onder verwijzing naar het oneigenlijke pandrecht.

Ten eerste omdat niet met zekerheid is vast te stellen dat naar Duits recht een oneigenlijk pandrecht met betrekking tot *giraal* geld en girale effecten mogelijk

134 Zie Boddaert 2005, nr. 70.

135 Zie § 7.4.5 onder (i).

136 Zo ook Sagaert & Seeldrayers 2006, nr. 34.

137 Art. 11, § 2 lid 1 resp. art. 11, § 3 WFZ.

138 BT-Drucks 15/1853, p. 11.

is.¹³⁹ Weliswaar wordt in de rechtsgeleerde literatuur een oneigenlijk pandrecht vrijwel unaniem toelaatbaar geacht, maar het BGH heeft slechts een oneigenlijk pandrecht met betrekking tot chartaal geld erkend, terwijl het oneigenlijke pandrecht in het Depotgesetz is beperkt tot effecten aan toonder. Daarmee is het naar de huidige stand van zaken de vraag of het Duitse recht toelaat de pandhouder een gebruiksrecht toe te kennen met betrekking tot girale activa.

Ten tweede biedt het oneigenlijke pandrecht in ieder geval geen basis voor het pandrecht dat op grond van art. 5 lid 3 Collateral Richtlijn komt te rusten op gelijkwaardige girale activa die worden overgedragen aan de pandgever ter vervanging van de oorspronkelijke girale activa. De Duitse wetgever lijkt bij de implementatie van de Collateral Richtlijn met andere woorden de situatie buiten beschouwing te hebben gelaten waarin, voordat de pandgever de verzekerde verplichting moet voldoen, aan de pandgever gelijkwaardige girale activa worden overgedragen ter vervanging van de oorspronkelijke verpande girale activa. Ook op dit punt rijst de vraag of er sprake is van een juiste omzetting van art. 5 Collateral Richtlijn.

Als bezwaar tegen de implementatie van het gebruiksrecht door verwijzing naar het *pignus irregulare* kan ten slotte worden aangevoerd dat het oneigenlijke pandrecht slecht aansluit bij art. 5 lid 2 Collateral Richtlijn. Uit dat artikel volgt dat de pandgever rechthebbende blijft van de verpande girale activa totdat het gebruiksrecht is uitgeoefend.¹⁴⁰ Dit is niet in overeenstemming met de meerderheidsopvatting in de Duitse literatuur dat het moment van eigendomsovergang primair afhangt van hetgeen partijen overeen zijn gekomen en dat, bij gebreke van een partijafsprake, de gerechtigdheid tot de girale activa onmiddellijk bij de vestiging van het oneigenlijke pandrecht overgaat op de pandhouder. Mijns inziens moet daarom, voor zover er sprake is van een *Finanzsicherheit* in de zin van § 1 lid 17 KWG en de pandhouder een gebruiksrecht is toegekend, worden aangenomen dat de pandgever rechthebbende blijft van de verpande girale activa totdat het gebruiksrecht is uitgeoefend. Alleen op deze manier druist het Duitse recht niet in tegen het in art. 5 lid 2 Collateral Richtlijn bepaalde.

7.7.3 *Nederlands recht*¹⁴¹

7.7.3.1 DE IMPLEMENTATIE VAN HET GEBRUIKSRECHT IN HET NEDERLANDSE RECHT

De Nederlandse wetgever heeft het gebruiksrecht geïmplementeerd door toevoeging van een nieuw artikel aan het BW: art. 7:53. De wetgever heeft hierbij, evenals de Belgische wetgever, nauwgezet de structuur en bewoordingen van art. 5 Collateral Richtlijn gevolgd.

¹³⁹ Zo ook Herring & Cristea 2004, p. 1630. Zie tevens § 7.3.2.1.

¹⁴⁰ Zie § 7.4.3.

¹⁴¹ Een aantal gedachten uiteengezet in deze paragraaf zijn eerder gepubliceerd in een artikel dat is verschenen in het WPNR, zie Diamant 2012.

Art. 7:53 lid 1 BW bepaalt dat partijen bij een ‘financiële zekerheidsovereenkomst tot vestiging van een pandrecht’ overeen kunnen komen dat de pandhouder de verpande goederen kan ‘gebruiken of verkopen en de opbrengst behouden’. In art. 7:53 lid 2 BW is de verplichting van de pandhouder opgenomen om gelijkwaardige goederen over te dragen aan de pandgever, uiterlijk op het tijdstip waarop moet worden voldaan aan de vordering waarvoor het verpande tot zekerheid strekt. Eveneens is in dit artikellid opgenomen dat de pandhouder een pandrecht ‘op het verkregene’ krijgt en dat dit recht wordt geacht te zijn verkregen op het moment dat de financiële zekerheidsovereenkomst werd gesloten.¹⁴² De pandgever heeft volgens art. 7:53 lid 3 BW voor de in het tweede lid bedoelde vordering ‘een voorrecht op de bij de zekerheidsnemer aanwezige gelden en effecten’. Art. 7:53 lid 4 BW geeft partijen de mogelijkheid om in de financiële zekerheidsovereenkomst te bepalen dat de pandhouder de vordering waarvoor het verpande tot zekerheid strekt, mag verrekenen met de waarde van gelijkwaardige goederen, op het tijdstip waarop de vordering moet worden voldaan of zoveel eerder als zich een executiegrond voordoet. Art. 7:54 lid 5 BW bepaalt ten slotte dat het niet mogelijk is een gebruiksrecht te bedingen ‘indien de financiële zekerheidsovereenkomst strekt tot verpanding van een kredietvordering’.

Door dicht bij de tekst van art. 5 te blijven wordt weliswaar het risico beperkt dat Nederland beticht wordt van onjuiste implementatie van de Collateral Richtlijn, maar hiermee wordt uit het oog verloren dat de tekst van de richtlijn niet op alle punten goed aansluit bij het Nederlandse vermogensrechtelijke begrippenkader. Hieronder bespreek ik drie punten waar mijns inziens de tekst van de Collateral Richtlijn niet nagenoeg woordelijk in het de Nederlandse implementatiewetgeving overgenomen had kunnen worden.

Ten eerste kan gewezen worden op de omschrijving van het gebruiksrecht in art. 7:53 lid 1 BW. Dat artikel bepaalt dat partijen bij een ‘financiële zekerheidsovereenkomst tot vestiging van een pandrecht’ overeen kunnen komen dat de pandhouder de verpande goederen kan ‘gebruiken of verkopen en de opbrengst behouden’. Het is juister over ‘*beschikken* en gebruiken’ te spreken omdat onder ‘gebruik en verkoop’ strikt genomen noch de overdracht (van girale effecten), noch de verpanding valt.¹⁴³

Ook op de derde zin van art. 7:53 lid 2 BW – oorspronkelijk art. 7:53 lid 4 BW – valt een en ander aan te merken.¹⁴⁴ Volgens dat artikel komt het pandrecht op de gelijkwaardige goederen tot stand op het moment waarop de financiële zekerheidsovereenkomst tot stand komt. Volgens de richtlijn moet dit echter het moment van totstandkoming van het pandrecht op de oorspronkelijke girale activa zijn. De Nederlandse wetgever maakt op dit punt onvoldoende onder-

142 In de Nederlandse literatuur is veel aandacht besteed aan dit zogenaamde ‘substitutiepandrecht’, zie in het bijzonder Keijser & Spath 2007, p. 56 e.v. en tevens Keijser 2003, p. 440-441, De Serrière 2004, § 8, Keijser 2006, p. 251-256 en Heemskerk 2011, p. 146-147.

143 In de Nederlandse literatuur wordt dit ook algemeen aangenomen, zie Keijser & Keijser 2008, p. 41 en Pitlo/Reehuis e.a. 2012, nr. 984.

144 Zie over het hiernavolgende tevens Heemskerk 2011, p. 147.

scheid tussen de overeenkomst die ten grondslag ligt aan het pandrecht op girale activa en het pandrecht zelf en miskent dat het relevante tijdstip de totstandkoming van het pandrecht is. Dit is van belang omdat het moment van sluiting van de tot zekerheid verpflichtende overeenkomst en de vestiging van het pandrecht niet samen hoeven te vallen. Zo ontstaat een pandrecht op effecten (ten behoeve van een ander dan de intermediair) pas wanneer het pandrecht wordt bijgeschreven in de administratie van de instelling waar de effecten worden bewaard. Evenzeer moet, wanneer een pandrecht wordt gevestigd op grond van een eerder gesloten raamovereenkomst, niet de totstandkoming van de raamovereenkomst gelden als tijdstip waarop het beperkte zekerheidsrecht op gelijkwaardige girale activa tot stand komt, maar de totstandkoming van het beperkte zekerheidsrecht op de oorspronkelijke activa.¹⁴⁵

Ten derde heeft de Nederlandse wetgever mijns inziens onvoldoende aandacht besteed aan de gevolgen van het nagenoeg woordelijk overnemen van het begrip ‘verrekening’ uit art. 5 lid 2, tweede zin Collateral Richtlijn in art 7:53 lid 4 BW. Het laatstgenoemde artikel bepaalt dat partijen overeen kunnen komen dat de zekerheidsnemer de verzekerde verplichting mag verrekenen met de waarde van gelijkwaardige girale activa. Volgens de Minister gaat het bij art. 7:53 lid 4 BW om een verrekening in de zin van art. 6:127 BW.¹⁴⁶ Echter, niet steeds zal aan de voorwaarden van art. 6:127 BW zijn voldaan. Een van de vereisten voor verrekening op grond van art. 6:127 BW is dat de prestatie die de schuldeiser te vorderen heeft, beantwoordt aan zijn schuld jegens zijn wederpartij. Wanneer giraal geld in zekerheid is gegeven, is aan dit vereiste van wederkerigheid voldaan omdat twee vorderingen tegenover elkaar staan. In dat geval gaan deze vorderingen door verrekening tot hun gezamenlijke beloop teniet. Echter, een vordering tot levering van effecten en een vordering tot betaling van een geldsom kunnen niet gezien worden als wederkerig.¹⁴⁷ Verrekening is dan in beginsel niet mogelijk.

Nu art. 6:127 BW van regelend recht is, is het mogelijk om af te wijken van de in de wet genoemde voorwaarden voor verrekening.¹⁴⁸ De Minister gaat er kennelijk van uit dat in de overeenkomst een beding is opgenomen dat de zekerheidsnemer bevoegd is om de waarde van gelijkwaardige girale activa te betalen in plaats van gelijkwaardige goederen over te dragen.¹⁴⁹ Echter, wanneer een dergelijk beding ontbreekt, ontbreekt in beginsel ook de bevoegdheid om te verrekenen op grond van art. 7:53 lid 4 jo. art. 6:127 BW. Het zou mijns inziens de voorkeur verdienen als de wetgever uitdrukkelijk had stilgestaan bij de noodzaak om een dergelijke clause in de overeenkomst op te nemen en niet de schijn te wekken dat ook zonder een dergelijke bepaling het mogelijk is voor de zekerheidsnemer om hetgeen hij te vorderen heeft van de zekerheidsgever ‘te

¹⁴⁵ Zie tevens Van Vliet 2013, nr. 84.

¹⁴⁶ *Kamerstukken I* 2004/05, 28 874, E, p. 7.

¹⁴⁷ Zo ook Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-II 2013/226 en Keijser 2003, p. 433, voetnoot 19.

¹⁴⁸ Zie Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-II 2013/223.

¹⁴⁹ Zie Van Vliet 2013, nr. 54.

verrekenen' met zijn verplichting tot overdracht van gelijkwaardige activa.¹⁵⁰ Verhagen en Schuijling geven aan dat richtlijnconforme uitleg van het begrip 'verrekening' hier uitkomst kan bieden.¹⁵¹ 'Verrekening' in de zin van art. 7:54 lid 3 BW vereist dan, in tegenstelling tot verrekening in de zin van art. 6:127 BW, niet dat de te verrekenen vorderingen wederkerig zijn.

In art. 7:53 BW is geen corresponderende verrekeningsbevoegdheid opgenomen voor de zekerheidsgever. Dat is op zichzelf genomen niet problematisch omdat op grond van art. 6:127 BW van rechtswege verrekend kan worden.¹⁵² Ook hier speelt echter het probleem dat verrekening uitgesloten is wanneer de te verrekenen vorderingen niet wederkerig zijn.

7.7.3.2 DE POSITIE VAN DE ZEKERHEIDSGEVER NA UITOEFENING VAN HET GEBRUIKSRECHT

7.7.3.2.1 De gevolgen van uitoefening van het gebruiksrecht

In de Nederlandse literatuur bestaat discussie over de vraag of de pandgever na uitoefening van het gebruiksrecht (door verpanding) rechthebbende blijft van de in zekerheid gegeven girale activa en dus een goederenrechtelijke aanspraak geldend kan maken wanneer de pandhouder insolvent raakt. Keijser meent dat het pandrecht met gebruiksrecht zoals neergelegd in art. 7:53 BW een oneigenlijk pandrecht is waarbij het enkele vervangbaar stellen van de in pand gegeven goederen, dat is de afspraak dat de pandhouder slechts verplicht is om gelijkwaardige (en niet dezelfde) goederen over te dragen wanneer de zekerheidsgever de verzekerde verplichting heeft voldaan, ertoe leidt dat de eigendom of gerechtigdheid overgaat op de zekerheidsnemer. Dit betekent dat de pandgever zijn oorspronkelijke goederenrechtelijke aanspraak reeds verliest op het moment dat de zekerheidsgever het oorspronkelijke pandrecht met gebruiksrecht vestigt ten behoeve van de pandhouder en dus niet pas op het moment dat het gebruiksrecht wordt uitgeoefend. Deze benadering komt echter in strijd met art. 5 lid 2 Collateral Richtlijn (en, in het verlengde daarvan, art. 7:53 lid 2 BW). Art. 5 lid 2 Collateral Richtlijn bepaalt dat de vordering tot overdracht van gelijkwaardige goederen pas ontstaat op het moment dat het gebruiksrecht wordt uitgeoefend. Keijser wijst hier zelf ook op. Hij merkt op dat art. 5 Collateral Richtlijn afwijkt van *'the principal rule that ownership passes at the moment that consumable assets are made replaceable'*.¹⁵³

¹⁵⁰ De nationale wetgever is overigens niet verplicht om af te zien van het vereiste van wederkerigheid, zie overweging 15 van de considerans: 'Deze richtlijn doet geen afbreuk aan eventuele restricties of voorschriften in de nationale wetgeving inzake het in aanmerking nemen van vorderingen en verplichtingen tot saldering of verrekening, bijvoorbeeld in verband met hun wederkerigheid (...).'

¹⁵¹ Verhagen & Schuijling (Sdu Commentaar Vermogensrecht) 2010, art. 7:51 BW, aant. C.

¹⁵² Art. 6:127 lid 1 BW eist enkel dat de bevoegdheid tot verrekening wordt ingeroepen, maar niet dat een verrekeningsbevoegdheid contractueel is overeengekomen. Zie daarover Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-II 2013/222.

¹⁵³ Keijser 2006, p. 248.

Hoewel Keijser erkent dat de Collateral Richtlijn uitgaat van het scenario dat de pandgever in ieder geval rechthebbende blijft totdat de pandhouder het gebruiksrecht uitoefent, meent hij toch dat de pandhouder op het moment van vestiging van het oorspronkelijke pandrecht rechthebbende wordt. Hij stelt dat het gebruiksrecht een oneigenlijk pandrecht is waarbij *partijen* de afspraak hebben gemaakt dat de eigendom overgaat op het moment van beschikking door de pandhouder.¹⁵⁴ Mijns inziens kan die stelling geen stand houden. Keijser miskent hiermee immers dat dit rechtsgevolg niet voortvloeit uit een afwijkende partijafpraak, maar rechtstreeks uit de richtlijn resp. de implementatiewetgeving. Afgezien van de juistheid van zijn stelling, heeft de Nederlandse wetgever – in tegenstelling tot de Duitse wetgever – het gebruiksrecht bovendien niet geïmplementeerd onder verwijzing naar het oneigenlijke pandrecht.¹⁵⁵ Daarom ligt het mijns inziens niet voor de hand om wat betreft de gevolgen van uitoefening van het gebruiksrecht daarbij aan te sluiten.

In een later verschenen artikel betoogt Keijser samen met Spath dat de pandgever ook zijn eigendomsrecht verliest op het moment dat de pandhouder in het kader van uitoefening van zijn gebruiksrecht een (tweede) pandrecht op de in pand gegeven girale activa vestigt.¹⁵⁶ De pandhouder wordt door vestiging van het pandrecht ten behoeve van de derde rechthebbende van het onderpand. Keijser en Spath stellen dat art. 7:53 BW ten opzichte van herverpanding conform art. 3:242 BW een bijzonderheid bevat: conform art. 7:53 lid 2 BW ontstaat van rechtswege een recht op overdracht van gelijkwaardige goederen. Omdat deze vordering een compensatie vormt voor het verlies van eigendom, zou hieruit kunnen worden afgeleid, zo stellen Keijser en Spath, dat de zekerheidsgever door de verpanding van de oorspronkelijke zekerheidsgoederen zijn eigendom verliest. Zij vervolgen dat titel 7.2 BW een *lex specialis* vormt ten opzichte van titel 3.9 BW zodat kan worden aangenomen dat deze gevolgen voorgaan op het toepassen van art. 3:242 BW.

Ik heb eerder betoogd dat voor de gevolgen van uitoefening van het gebruiksrecht door verpanding naar Nederlands recht wel degelijk aangesloten moet worden bij art. 3:242 BW.¹⁵⁷ Dit baseerde ik op de Memorie van Toelichting bij de implementatiewetgeving, waarin wordt opgemerkt dat de algemene regels van Boek 3 BW ten aanzien van de verpanding van goederen ook van toepassing zijn op ‘zekerheidsrechten op basis van een financiële zekerheidsovereenkomst, tenzij het wetsvoorstel die regels uitdrukkelijk uitsluit’.¹⁵⁸ Aangezien art. 3:242 BW niet uitdrukkelijk door titel 7.2 BW wordt uitgesloten, betoogde ik dat moest worden aangenomen dat de gevolgen van uitoefening van het gebruiksrecht mede aan de hand van dat artikel moeten worden vastgesteld. In die opvatting is

¹⁵⁴ *Idem*.

¹⁵⁵ Zie § 7.3.3.

¹⁵⁶ Keijser & Spath 2007, p. 57 e.v.

¹⁵⁷ Diamant 2012, § 3 en 4.

¹⁵⁸ Vgl. *Kamerstukken I* 2003/04, 28 874, C, p. 3. Zie ook p. 10: ‘Zoals in het voorgaande is aangegeven, kan gebruikmaking van het wetsvoorstel leiden tot een pandrecht met daaraan gekoppeld enkele specifiek in het wetsvoorstel aangegeven bijzondere rechten voor de zekerheidsnemer. Tenzij het wetsvoorstel anders aangeeft gelden overigens de algemene regels voor de verpanding van goederen in Boek 3 van het Burgerlijk Wetboek.’

het denkbaar dat de zekerheidsgever een goederenrechtelijke aanspraak behoudt op het onderpand.¹⁵⁹

De reden dat op dit punt verschillende standpunten kunnen worden ingenomen en daarmee in ieder geval naar Nederlands recht onzekerheid bestaat over de gevolgen van uitoefening van het gebruiksrecht, is het gevolg van het feit dat de Collateral Richtlijn niet aangeeft wat de juridische constructie van het gebruiksrecht is. In § 7.6.4 heb ik aangegeven dat beide bovengenoemde constructies denkbaar zijn, maar dat naar mijn mening moet worden aangeknoopt bij de constructie van het gebruiksrecht zoals men die in de praktijk voor ogen heeft. Dit betekent dat uitoefening van het gebruiksrecht steeds tot gevolg heeft dat de zekerheidsgever zijn goederenrechtelijke aanspraak op de in zekerheid gegeven girale activa verliest. Daarmee kom ik terug op mijn eerder ingenomen standpunt dat niet kan worden uitgesloten dat de pandgever ook na verpanding van de girale activa door de pandhouder rechthebbende blijft van deze activa.

7.7.3.2.2 Het voorrecht van de pandgever

Art. 7:53 lid 3 BW verbindt aan de vordering van de zekerheidsgever tot overdracht van gelijkwaardige goederen een voorrecht op de bij de pandhouder aanwezige gelden en effecten. De toevoeging van dit artikellid heeft plaatsgevonden met de omzetting van de Wijzigingsrichtlijn in het Nederlandse recht. Aanleiding voor de invoering van dit voorrecht is volgens de wetgever de mogelijkheid van insolventie van financiële instellingen (aan wie een pandrecht met gebruiksrecht is verleend):

‘Recente ontwikkelingen hebben aangetoond dat het risico van insolventie van een financiële instelling niet denkbeeldig is. De verbintenisrechtelijke vordering die de pandgever op grond van het huidige artikel 7:53 lid 3 BW in geval van insolventie heeft, is een concurrente vordering. In het geval van een insolventie van een financiële instelling loopt de pandgevende financiële instelling dus het risico dat die vordering niet wordt voldaan voor zover het de meerwaarde van de verpande goederen betreft.’¹⁶⁰

In de Memorie van Toelichting wordt ervan uitgegaan dat door uitoefening van het gebruiksrecht de positie van de pandgever verslechtert: de goederenrechtelijke aanspraak van de pandgever vervalt en daarvoor in de plaats komt een verbintenisrechtelijke aanspraak. Deze ‘degradatie’ tot concurrent schuldeiser levert een nadeel op voor de pandgever wanneer de pandhouder insolvent raakt en sprake is van overwaarde van het onderpand, dat wil zeggen wanneer de waarde van het onderpand de hoogte van de verzekerde vordering overschrijdt.¹⁶¹ Dit verlies wordt gecompenseerd door de pandgever een voorrecht

¹⁵⁹ Zie daarover in meer detail Diamant 2012, § 4. Zie tevens Krzemiński, p. 275, voetnoot 1071 die evenmin uitsluit dat de pandgever na uitoefening van het gebruiksrecht rechthebbende blijft van de girale activa.

¹⁶⁰ *Kamerstukken II* 2009/10, 32 457, nr. 3, p. 16. Door verschillende Kamerleden is reeds bij de implementatie van de Collateral Richtlijn op dit insolventierisico gewezen. De Minister ontkende het bestaan van dit risico weliswaar niet, maar marginaliseerde het probleem door te stellen dat partijen slechts de *mogelijkheid* wordt geboden om een de pandhouder een gebruiksrecht toe te kennen en partijen hiertoe niet worden gedwongen, zie *Kamerstukken I* 2004/05 (1 maart 2005), 17, p. 763.

¹⁶¹ Zie over deze ‘keerzijde’ van het gebruiksrecht § 7.5 hierboven.

op de bij de pandhouder aanwezige gelden en effecten toe te kennen. Het gaat hier om een *bijzonder* voorrecht, dat is een voorrecht op bepaalde goederen. Bijzondere voorrechten gaan voor algemene voorrechten (voorrechten die op alle tot een vermogen behorende goederen rusten),¹⁶² maar komen na pand en hypotheek¹⁶³. Kort samengevat verbindt art. 7:53 lid 3 BW een preferentie aan de vordering van de pandgever tot overdracht van gelijkwaardige goederen.

Het uitgangspunt van de wetgever dat de pandgever er door uitoefening van het gebruiksrecht op achteruitgaat, is voor zover het girale saldi betreft, onjuist.¹⁶⁴ Een giraal saldo betreft – zoals in § 5.2.3.1 aan de orde kwam – een vordering op de bank waar de geldrekening wordt aangehouden. De pandgever heeft dus nimmer een goederenrechtelijke aanspraak gehad. Indien uitoefening van het gebruiksrecht resulteert in het tenietgaan van het (vorderings)recht van de (oorspronkelijke) pandgever, komt in de plaats hiervan een *andere* vordering, namelijk die tot overdracht van gelijkwaardige goederen. Het voorrecht compenseert in het geval dat een gebruiksrecht met betrekking tot giraal geld wordt uitgeoefend, dus niet het verlies van een goederenrechtelijke aanspraak, maar bevordert een concurrent schuldeiser van X tot preferent schuldeiser van Y. De zekerheidsgever krijgt – ervan uitgaande dat het girale geld niet is verpand aan de *account bank* – weliswaar een andere schuldenaar, maar van ‘*degradatie*’ tot concurrent schuldeiser is geen sprake. De zekerheidsgever gaat er door het verlies van de vordering op de *account bank* alleen op achteruit indien zijn nieuwe debiteur – die hij overigens *zelf* uitkiest – minder kredietwaardig is dan zijn voormalige debiteur. De zekerheidsgever kan er dus ook op vooruitgaan, namelijk wanneer de nieuwe debiteur kredietwaardiger is.¹⁶⁵

De bevordering van de pandgever van concurrent schuldeiser tot preferent schuldeiser komt niet overeen met het doel van invoering van het bijzondere voorrecht, namelijk de compensatie van het verlies van de goederenrechtelijke aanspraak van de pandgever. Wanneer de pandhouder een gebruiksrecht heeft en dat recht uitoefent ten aanzien van effecten die de pandgever een goederenrechtelijke aanspraak opleveren,¹⁶⁶ compenseert het voorrecht echter wel de ‘verzwakte’ positie van de pandgever. Daarbij moet echter worden opgemerkt dat dit geen ‘volledige’ compensatie is. Een preferentie biedt de pandgever immers niet de garantie dat zijn vordering volledig voldaan zal worden. Zo bezien schiet het voorrecht enerzijds zijn doel voorbij en biedt het anderzijds slechts een gedeeltelijke oplossing voor het door de Minister geconstateerde probleem.

¹⁶² Art. 3:280 BW.

¹⁶³ Art. 3:279 BW.

¹⁶⁴ Zie ook § 7.5 hierboven.

¹⁶⁵ Wanneer de zekerheidsgever een beroep had kunnen doen op het depositogarantiestelsel (hierna: ‘DGS’) zou hij slechter af zijn. Alleen consumenten en kleine ondernemingen kunnen een beroep doen op het DGS. De kans dat de zekerheidsgever in casu een beroep kan doen op het DGS is, gezien het toepassingsbereik van titel 7.2 BW, niet zeer groot.

¹⁶⁶ Dit is in ieder geval zo bij effecten die zijn toegelaten tot het systeem van de Wge. Zie over de goederenrechtelijke aanspraken van de effectenhouder naar Nederlands recht § 2.2.3.2.1 hierboven en uitgebreid Haentjens 2007, p. 141 e.v.

Art. 7:53 lid 3 BW legt echter wel de vinger op één van de zere plekken van het Nederlandse zekerhedenrecht, namelijk dat de vordering van de zekerheidsgever tot vergoeding van de overwaarde slechts een concurrente vordering is. Hoewel het toe te juichen valt dat de Nederlandse wetgever bereid is om zekerheidsgevers die zijn blootgesteld aan een insolventierisico op hun wederpartij de helpende hand te bieden, verdient deze problematiek mijns inziens een meer structurele aanpak. Er zijn namelijk nog meer gevallen denkbaar waarin de pandgever een insolventierisico loopt op de pandhouder.¹⁶⁷

Ter afsluiting nog een opmerking betreffende hetgeen waarop de pandgever een voorrecht heeft: de ‘aanwezige gelden en effecten’. Het is onduidelijk wat de wetgever bedoelt met de woorden ‘aanwezige’. Gelden en effecten ‘bevinden zich’ natuurlijk niet bij de pandhouder, maar worden in girale vorm gehouden. Voor zover het gaat om effecten doet deze formulering mogelijk nog meer vragen rijzen aangezien deze in de regel door een keten van intermediairs worden gehouden en daarenboven in gedematerialiseerde vorm kunnen worden uitgegeven. Het is daarom moeilijk te bepalen waar de effecten ‘aanwezig zijn’. Bovendien kan de vraag worden gesteld of ook de girale saldi waarover de pandhouder ‘het bezit of de controle’ uitoefent,¹⁶⁸ maar waarvan hij niet de rechthebbende of eigenaar is, onder het begrip ‘aanwezige gelden en effecten’ valt. Het is niet waarschijnlijk dat de wetgever de pandgever een voorrecht op girale saldi van *derden* heeft willen toekennen. Het moet er dan ook voor gehouden worden dat het voorrecht is beperkt tot de gelden en effecten die tot het vermogen van de pandhouder behoren.

7.7.4 Engels recht

7.7.4.1 IMPLEMENTATIE VAN HET GEBRUIKSRECHT IN HET ENGELSE RECHT

Het gebruiksrecht is verankerd in reg 16 FCAR. Het eerste lid van dat artikel bepaalt dat ‘*if a security financial collateral arrangement provides for the collateral-taker to use and dispose of any financial collateral provided under the arrangement, as if it were the owner of it, the collateral-taker may do so in accordance with the terms of the arrangement*’. Met dit artikel wordt buiten twijfel gesteld dat een *security financial collateral arrangement* dat voorziet in een gebruiksrecht niet ongeldig kan worden verklaard vanwege strijd met de in § 7.3.4 uiteengezette *equitable rules*.

De Engelse implementatiewetgeving volgt evenals haar Belgische en Nederlandse equivalent nauwgezet art. 5 Collateral Richtlijn. Reg 16(1) FCAR bepaalt dat de beperkt zekerheidsgerechtigde mag beschikken over de in zekerheid gegeven girale activa indien de *security financial collateral arrangement* in een dergelijk recht voorziet. Op grond van reg 16(2) FCAR is de zekerheidsnemer die een ‘*right of use*’ heeft uitgeoefend, verplicht om gelijkwaardige girale activa

¹⁶⁷ Zie over deze problematiek uitgebreid Van Vliet 2011 en Van Vliet 2013, nr. 90.

¹⁶⁸ Zie voor de betekenis van dit begrip hoofdstuk 6 hierboven, in het bijzonder § 6.4.

over te dragen aan de zekerheidsgever, voor of op de datum dat de verzekerde verplichting moet worden voldaan. De zekerheidsnemer is ook bevoegd om, indien partijen dit zijn overeengekomen, de waarde van de gelijkwaardige goederen weg te strepen tegen de verzekerde verplichting. Indien de zekerheidsnemer gelijkwaardige girale activa heeft overgedragen teneinde aan zijn in reg 16(2) FCAR opgenomen verplichting te voldoen, dan is dit onderpand volgens reg 16(3) FCAR *‘subject to the same terms of the security financial collateral arrangement as the original financial collateral was subject to and shall be treated as having been provided under the security financial collateral arrangement at the same time as the original financial collateral was first provided’*. Reg 16(4) FCAR bepaalt dat indien de zekerheidsnemer een verplichting heeft tot overdracht van gelijkwaardige goederen en zich een executiegrond voordoet, deze verplichting onderdeel kan zijn van een close-out-netting-clausule. Ten slotte verklaart reg 16(5) FCAR het gebruiksrecht niet van toepassing op kredietvorderingen (*credit claims*).

Wat onder gelijkwaardige girale activa (*equivalent financial collateral*) verstaan moet worden, wordt in reg 3 FCAR verduidelijkt:

“equivalent financial collateral” means–

- (a) in relation to cash, a payment of the same amount and in the same currency;*
- (b) in relation to financial instruments, financial instruments of the same issuer or debtor, forming part of the same issue or class and of the same nominal amount, currency and description or, where the financial collateral arrangement provides for the transfer of other assets following the occurrence of any event relating to or affecting any financial instruments provided as financial collateral, those other assets; and includes the original financial collateral provided under the arrangement;*

Beale vraagt zich af of er nog sprake is van een gebruiksrecht in de zin van de Collateral Richtlijn wanneer de beperkt zekerheidsgerechtigde bevoegd is om goederen over te dragen die (strikt genomen) niet onder de definitie van *equivalent financial collateral* vallen.¹⁶⁹ Zo is het niet ondenkbaar dat de beperkt zekerheidsgerechtigde een gebruiksrecht toekomt ten aanzien van girale effecten en partijen afspreken dat de beperkt zekerheidsgerechtigde giraal geld (in plaats van gelijkwaardige effecten) overdraagt aan de zekerheidsgever wanneer laatstgenoemde de verzekerde verplichting voldoet.¹⁷⁰

Naar de letter van de wet voldoet deze omschrijving niet aan de omschrijving van een gebruiksrecht in de Collateral Richtlijn noch in de FCAR: er is immers geen vordering tot overdracht van gelijkwaardige effecten. Daarom zou betoogd kunnen worden dat er geen sprake is van een gebruiksrecht in de zin van de Collateral Richtlijn. Mijns inziens is dit evenwel een te formalistische benadering. Het is voorstelbaar dat de Europese wetgever bij het definiëren van ‘gelijkwaardige activa’ simpelweg geen rekening heeft gehouden met het bovengenoemde geval en evenmin met het spiegelbeeldige geval waarin giraal

¹⁶⁹ Beale e.a. 2012, nr. 6.52.

¹⁷⁰ Zie Beale e.a. 2012, nr. 6.52, voetnoot 278.

geld in zekerheid wordt gegeven en partijen afspreken dat de zekerheidsnemer girale effecten (in plaats van gelijkwaardig giraal geld) mag overdragen. Er is mijns inziens weinig op tegen om ook het gebruiksrecht in de bovengenoemde twee casus onder het bereik de Collateral Richtlijn resp. de FCAR te laten vallen. Redengevend daarvoor is dat dit er niet toe leidt dat goederen onder het toepassingsbereik van de richtlijn worden gebracht die daar in eerste instantie niet onder zouden vallen.¹⁷¹

7.7.4.2 DE POSITIE VAN DE ZEKERHEIDSGEVER NA UITOEFENING VAN HET GEBRUIKSRECHT

Wanneer het gebruiksrecht wordt uitgeoefend door overdracht van de in zekerheid gegeven girale activa, is het duidelijk dat *'the transferee obtains good title and the collateral provider no longer has any interest in it'*.¹⁷² In de Engelse literatuur wordt de vraag opgeworpen of de zekerheidsgever een goederenrechtelijke aanspraak te gelde kan maken wanneer de beperkt zekerheidsgerechtigde het gebruiksrecht heeft uitgeoefend door vestiging van een beperkt zekerheidsrecht:

*'If the third party charge is not redeemed before the onset of the collateral taker's insolvency, and the debt secured is less than the value of the securities subject to the third party's charge so that the collateral taker has an 'equity of redemption', are the 'surplus' securities held on trust for the collateral providers or do they merely have an unsecured claim for replacement?'*¹⁷³

Het is anders gezegd naar Engels recht denkbaar dat het overschot – dat is het bedrag dat na verhaal door de derde resteert – onder trustverband voor de zekerheidsgever wordt gehouden door de beperkt zekerheidsgerechtigde. In dat geval kan de zekerheidsgever, indien de beperkt zekerheidsgerechtigde insolvent raakt, alsnog een goederenrechtelijke aanspraak geldend maken op het overschot in handen van de beperkt zekerheidsgerechtigde. Het is echter geen uitgemaakte zaak dat de zekerheidsgever naar Engels recht een goederenrechtelijke aanspraak heeft op het overschot; *case law* zal dit moeten uitwijzen.

In het Verenigd Koninkrijk zijn, mede naar aanleiding van de insolventie van Lehman Brothers, regels tot stand gekomen die beogen inzichtelijk te maken welke risico's verbonden zijn aan het toekennen van een gebruiksrecht aan de beperkt zekerheidsgerechtigde. De zekerheidsgevers waren zich in het bijzonder onvoldoende bewust van het feit dat zij bij insolventie van de *prime broker*/zekerheidsnemer (Lehman Brothers) in beginsel slechts een verbintenisrechte-

171 Wanneer zou worden aangenomen dat de gelijkwaardige activa zouden kunnen bestaan uit andere goederen dan girale activa (bijvoorbeeld voorraden of inventaris), zou dit betekenen dat ten gevolge van art. 5 lid 3 Collateral Richtlijn een beperkt zekerheidsrecht op andere goederen dan girale activa komt te rusten en daarmee onder het toepassingsbereik van de richtlijn valt. Om die reden valt een gebruiksrecht waarbij gelijkwaardige goederen bestaan uit andere goederen dan girale activa mijns inziens wel buiten het toepassingsbereik van de richtlijn.

172 Beale e.a. 2012, nr. 6.51. Zie ook nr. 6.47.

173 Beale e.a. 2012, nr. 6.51.

lijke vordering hadden op de *prime broker* wat betreft de overwaarde.¹⁷⁴ In reactie daarop heeft de Engelse toezichhouder (de *Financial Conduct Authority*) regels opgesteld die *prime brokers* (onder meer) verplichten in een '*disclosure annex*' uit te leggen wat de belangrijkste risico's zijn wanneer een gebruiksrecht is bedongen en wordt uitgeoefend en de *prime broker* vervolgens insolvent raakt.¹⁷⁵

7.8 Conclusie

Het gebruiksrecht in de Collateral Richtlijn vindt zijn oorsprong in het *right of use* zoals opgenomen in de door New Yorks recht beheerste ISDA zekerheidsdocumentatie en in *prime brokerage agreements*. Het gebruiksrecht is dus een in de praktijk ontwikkelde rechtsfiguur die door de Europese wetgever is overgenomen in de Collateral Richtlijn.

De Collateral Richtlijn geeft niet aan wat de juridische constructie van het gebruiksrecht is. Dit is een belangrijk gemis, omdat die constructie bepaalt wat de gevolgen zijn van uitoefening van het gebruiksrecht en daarmee wat de positie is van de zekerheidsgever, de beperkt zekerheidsgerechtigde en de derde ten behoeve van wie het gebruiksrecht is uitgeoefend. Wanneer de Collateral Richtlijn zou uitgaan van de machtigingsconstructie, is niet uitgesloten dat de zekerheidsgever een goederenrechtelijke aanspraak behoudt op het onderpand. Indien het gebruiksrecht daarentegen gebaseerd is op de overdrachtsconstructie, wordt de beperkt zekerheidsgerechtigde rechthebbende van de in zekerheid gegeven girale activa bij uitoefening van het gebruiksrecht. De zekerheidsgever verliest door uitoefening van het gebruiksrecht in die constructie telkens zijn oorspronkelijke (goederenrechtelijke) aanspraak op de in zekerheid gegeven girale activa.

Zoals gezegd, is onduidelijk welk van beide constructies de Collateral Richtlijn op het oog heeft. Richtlijnconforme interpretatie biedt in dit geval geen uitkomst. Mijns inziens moet daarom aansluiting worden gezocht bij de praktijk, in casu de juridische constructie van het gebruiksrecht in de ISDA documentatie en *prime brokerage agreements*. Dit betekent dat de gevolgen van uitoefening van het gebruiksrecht moeten worden bepaald aan de hand van de overdrachtsconstructie. Dientengevolge leidt uitoefening van het gebruiksrecht ertoe dat de zekerheidsgever steeds zijn oorspronkelijke (goederenrechtelijke) aanspraak op de in zekerheid gegeven girale activa verliest. Hij krijgt in ruil voor het verlies van zijn aanspraak op de in zekerheid gegeven girale activa, conform art. 5 lid 2

¹⁷⁴ FCA, 'Consultation Paper 10/9: Enhancing the Client Assets Sourcebook', maart 2010, p. 12 en Beale e.a. 2012, nr. 6.53.

¹⁷⁵ Zie CASS Rule 9.3.1 (2): 'A firm must ensure that the disclosure annex sets out a summary of the key provisions within the prime brokerage agreement permitting the use of safe custody assets, including: (a) the contractual limit, if any, on the safe custody assets which a prime brokerage firm is permitted to use; (b) all related contractual definitions upon which that limit is based; (c) a list of numbered references to the provisions within that prime brokerage agreement which permit the firm to use the safe custody assets; and (d) a statement of the key risks to that client's safe custody assets if they are used by the firm, including but not limited to the risks to the safe custody assets on the failure of the firm.'

Collateral Richtlijn, een aanspraak op overdracht van gelijkwaardige goederen. Dit kan ertoe leiden dat de zekerheidsgever degradeert van rechthebbende tot concurrent crediteur en dus een insolventierisico op de beperkt zekerheidsrechtigde loopt.

Deze verslechtering van de positie van de zekerheidsgever is in Nederland aanleiding geweest voor reparatiewetgeving. De zekerheidsgever heeft ingevolge art. 7:53 lid 3 BW een voorrecht op alle bij de pandhouder aanwezige gelden en effecten voor de vordering tot overdracht van gelijkwaardige goederen. Dit voorrecht biedt echter enerzijds slechts een gedeeltelijke oplossing voor het probleem. Het is immers maar de vraag of bij insolventie van de pandhouder de boedel toereikend is om deze preferente vordering te voldoen. Anderzijds schiet het voorrecht gedeeltelijk zijn doel voorbij, omdat bij uitoefening van een gebruiksrecht met betrekking tot geld de zekerheidsgever promoveert van concurrent crediteur tot preferent crediteur. Naar Engels recht is de positie van de zekerheidsgever eveneens mogelijk beter dan die van een *unsecured creditor* in het geval dat de beperkt zekerheidsrechtigde het gebruiksrecht uitoefent door vestiging van een beperkt zekerheidsrecht en er sprake is van overwaarde. Het is naar Engels recht namelijk denkbaar dat hetgeen bij insolventie van de beperkt zekerheidsrechtigde na verhaal door de derde resteert, door de beperkt zekerheidsrechtigde onder trustverband wordt gehouden voor de zekerheidsgever.

Bij implementatie van het gebruiksrecht zijn de nationale wetgevers zich mijns inziens niet steeds voldoende bewust geweest van de eigen aard en regeling van het gebruiksrecht in de Collateral Richtlijn. De eigen aard van het gebruiksrecht brengt mee dat het gebruiksrecht niet identiek is aan vergelijkbare nationale rechtsfiguren, zoals herverpanding en het oneigenlijke pandrecht. Zo ligt aan herverpanding de machtigingsconstructie ten grondslag, terwijl de juridische constructie van het gebruiksrecht de overdrachtsconstructie is. Bij het oneigenlijke pandrecht gaat de gerechtigdheid tot de verpande goederen in de regel over op moment van vestiging van het oneigenlijke pandrecht, terwijl het toekennen van het gebruiksrecht aan de beperkt zekerheidsrechtigde geen wijziging brengt in de positie van de zekerheidsgever en de beperkt zekerheidsrechtigde met betrekking tot het onderpand.

Het gebruiksrecht in de Collateral Richtlijn kent daarnaast een eigen regeling. Deze houdt onder meer in dat wanneer de beperkt zekerheidsrechtigde gelijkwaardige girale activa heeft overgedragen vóór de datum waarop de verzekerde verplichting dient te worden nagekomen, hij een beperkt zekerheidsrecht op die goederen verkrijgt (art. 5 lid 3 Collateral Richtlijn). Doordat art. 5 Collateral Richtlijn in het Duitse recht is geïmplementeerd door verwijzing naar het oneigenlijke pandrecht, is dit ‘substitutiepandrecht’ niet in het Duitse recht geïmplementeerd. In de Belgische implementatiewetgeving – art. 7 WFZ – is het gebruiksrecht beperkt tot effecten. Zelfs indien op grond van het gemene recht een gebruiksrecht met betrekking tot geld kan worden aangenomen, zoals in de literatuur wordt betoogd, is het de vraag of kan worden gesproken van een juiste omzetting van art. 5 lid 3 Collateral Richtlijn. Dit is alleen het geval wanneer de

beperkt zekerheidsgerechtigde op grond van het commune recht een pandrecht toekomt op aan de zekerheidsgever overgedragen gelijkwaardige goederen, zoals art. 5 lid 3 Collateral Richtlijn vereist. Er bestaat dus een risico op onjuiste of onvolledige implementatie van het gebruiksrecht wanneer de implementatie van art. 5 Collateral Richtlijn plaatsvindt door verwijzing naar reeds bestaande rechtsfiguren.

Al met al is het na implementatie van art. 5 Collateral Richtlijn zowel naar Belgisch, Duits, Nederlands als Engels recht mogelijk om een gebruiksrecht te bedingen, terwijl vóór implementatie van de Collateral Richtlijn in verschillende jurisdicties, in het bijzonder Engeland, onduidelijk was of het gebruiksrecht verenigbaar was met nationaalrechtelijke uitgangspunten. In die zin voorziet de Collateral Richtlijn in een praktijkbehoefte. Het valt echter te betreuren dat de Collateral Richtlijn geen houvast biedt voor de vraag wat de gevolgen van uitoefening van het gebruiksrecht zijn en daarmee voor de positie van de betrokken partijen. Daar komt bij dat de nationale wetgevers niet altijd even zorgvuldig te werk zijn gegaan bij implementatie van art. 5 Collateral Richtlijn. Dit leidt tot de conclusie dat daar waar het nationale recht het gebruiksrecht implementeert, het recht wellicht minder geharmoniseerd is dan in eerste instantie gedacht zou worden.

8 | De overdracht tot zekerheid van girale activa

8.1 Inleiding

Hoewel in de financiële praktijk de voorkeur wordt gegeven aan de overdracht tot zekerheid van girale activa boven een beperkt zekerheidsrecht daarop, heeft slechts één bepaling van de Collateral Richtlijn betrekking op de overdracht tot zekerheid: art. 6. Dit artikel, dat beoogt de geldigheid van de overdracht tot zekerheid te waarborgen, staat in dit hoofdstuk centraal.

In dit hoofdstuk wordt ten eerste besproken waarom financiële marktpartijen de voorkeur geven aan de overdracht tot zekerheid boven de vestiging van een beperkt zekerheidsrecht (§ 8.2). Daarna komt aan bod tegen welke problemen financiële marktpartijen aanlopen wanneer girale activa worden overgedragen tot zekerheid (§ 8.3). Vervolgens wordt in meer detail besproken hoe het Belgische, Duitse, Nederlandse en Engelse recht tegenover de overdracht tot zekerheid (van girale activa) stonden vóór implementatie van de Collateral Richtlijn en of deze jurisdicties de overdracht tot zekerheid erkenden (§ 8.4). In § 8.5 wordt art. 6 Collateral Richtlijn besproken, gevolgd door een bespreking van de implementatie daarvan in de zojuist genoemde jurisdicties (§ 8.6). Het hoofdstuk wordt afgesloten met een conclusie (§ 8.7).

8.2 Van beperkte zekerheidsrechten naar overdracht tot zekerheid (*outright transfer*)

Standaarddocumentatie voor financiële zekerheidsarrangementen, zoals de GMRA, GMSLA en ISDA Credit Support Documents, voorziet voor het merendeel in het in zekerheid geven van girale activa door overdracht (een *outright transfer*).¹ Aan een *outright transfer* van girale activa wordt de voorkeur gegeven boven ‘traditionele’ beperkte zekerheidsrechten ‘*in order to avoid cumbersome procedures or uncertainties involved in pledge collateral agreements in some Member States*’.²

1 Niet *alle* ISDA Credit Support Documents voorzien in de overdracht tot zekerheid van girale activa. De ISDA Credit Support Documents die door het recht van de staat New York worden beheerst en de 1995 ISDA Credit Support Deed voorzien in de vestiging van een beperkt zekerheidsrecht op girale activa.

2 Europese Commissie, ‘Proposed Directive on financial collateral arrangements - frequently asked questions’, 30 maart 2001, MEMO/01/108, p. 1. Zie tevens Goode/Gullifer 2013, nr. 6.30 en Schimansky/Bunte/Lwowski 2011, § 114, nr. 70. Zoals in de vorige hoofdstukken aanbod is gekomen, beogen art. 3, 4 en 5 Collateral Richtlijn een oplossing te bieden voor deze bezwaren.

De formaliteiten die in acht moeten worden genomen voor de vestiging van beperkte zekerheidsrechten worden door financiële marktpartijen als bezwaarlijk beschouwd. Daarbij kan in het bijzonder worden gedacht aan registratie van het beperkte zekerheidsrecht in een openbaar register.³ Daarnaast dient de beperkt zekerheidsgerechtigde bij uitwinning rekening te houden met de daarvoor geldende regels, zoals toestemming door een rechterlijke instantie en toe-eigening van de in zekerheid gegeven girale activa.⁴ Ten derde is de beperkt zekerheidsgerechtigde in beginsel niet bevoegd om over de aan hem in zekerheid gegeven girale activa te beschikken. Dat is ongewenst omdat de zekerheidsnemer in dat geval niet in staat is om nieuwe financiële transacties aan te gaan om zo nieuwe inkomsten te genereren.⁵

Financiële marktpartijen trachtten deze bezwaren te ondervangen door de financiële zekerheidsstelling vorm te geven als een *outright transfer*.⁶ Een *outright transfer* is een overdracht tot zekerheid waarbij de zekerheidsnemer *full ownership* verkrijgt en dus niet een '*lesser interest by way of security*', zoals het geval is bij een *mortgage*.⁷ De zekerheidsnemer is ten gevolge van de *outright transfer* bevoegd te beschikken over de in zekerheid gegeven girale activa. Aangezien de zekerheidsnemer door de *outright transfer* 'volledig' rechthebbende wordt van de in zekerheid gegeven girale activa, hoeft hij geen uitwinningprocedure te volgen. 'Uitwinning' vindt in beginsel plaats door verrekening van de waarde van het onderpand met de verzekerde verplichting of close-out-netting. Ten slotte is het registratievereiste dat het Engelse recht in beginsel aan iedere *charge* en *mortgage* stelt, niet van toepassing op een dergelijke overdracht.⁸ De bezwaren die aan een beperkt zekerheidsrecht zijn verbonden kunnen worden ondervangen door deze over te dragen tot zekerheid.

Vanuit het perspectief van de zekerheidsgever heeft de *outright transfer* een nadeel ten opzichte van een beperkt zekerheidsrecht, zoals een *charge* of een *mortgage*. De zekerheidsnemer wordt namelijk rechthebbende van de in zekerheid gegeven girale activa, terwijl de zekerheidsgever zijn (goederenrechtelijke) aanspraak op de in zekerheid gegeven girale activa verliest.⁹ Hiervoor in de plaats komt een persoonlijke vordering tot overdracht van gelijkwaardige girale activa wanneer de zekerheidsgever zijn verplichtingen jegens de zekerheidsnemer heeft voldaan. Dit betekent dat de zekerheidsgever in beginsel een insolventierisico loopt op de zekerheidsnemer.¹⁰ Dat insolventierisico kan

3 Zie Goode/Gullifer 2013, nr. 6.30.

4 Vgl. Sagaert 2006, nr. 32.

5 Zie daarover § 7.4.1.

6 Zie bijvoorbeeld 'Proposed Directive on financial collateral arrangements - frequently asked questions', 30 maart 2001, MEMO/01/108, p. 1: 'This instrument has been developed in order to avoid cumbersome procedures or uncertainties involved in pledge collateral agreements in some Member States.' Zie tevens ISDA-rapport, p. 7 en Gullifer & Payne 2011, p. 229-230.

7 Zie Goode/Gullifer 2013, nr. 6.33.

8 Zie Goode/Gullifer 2013, nr. 6.27.

9 Zie over de positie van de *chargor* en *mortgagor* § 5.2.4.1 en 5.2.4.4.

10 Hier dient de kanttekening te worden geplaatst dat de *mortgagor* een sterkere positie heeft in faillissement. Zie daarover § 8.4.4.1.

grotendeels worden teruggedrongen indien de zekerheidsgever bij insolventie van de zekerheidsnemer de verzekerde verplichting kan wegstrepen tegen zijn vordering tot overdracht van gelijkwaardige goederen, maar voor zover er sprake is van overwaarde, heeft de zekerheidsgever slechts een concurrente vordering.¹¹ Dit risico loopt de zekerheidsgever niet wanneer een beperkt zekerheidsrecht wordt gevestigd (zonder gebruiksrecht), omdat in dat geval de zekerheidsgever recht-hebbende blijft.

Problematisch is dat de overdracht tot zekerheid van girale activa vóór implementatie van de Collateral Richtlijn niet in alle jurisdicties werd erkend als wijze om goederen in zekerheid te geven. Tegen welke problemen financiële-marktpartijen vóór implementatie van de richtlijn aanliepen indien zij girale activa in zekerheid gaven door overdracht, bespreek ik in de volgende paragraaf.

8.3 Het recharacterisation risk en de ongeldigheid van de overdracht tot zekerheid

Hoewel de overdracht tot zekerheid van girale activa (*outright transfer*) in ieder geval vanuit het perspectief van de zekerheidsnemer in vergelijking met de vestiging van een beperkt zekerheidsrecht een aantal voordelen heeft, zijn er ook nadelen aan verbonden voor de zekerheidsnemer. Het risico bestaat dat een overdracht tot zekerheid ongeldig is. Dit wordt wel aangeduid met de Engelse term ‘*recharacterisation risk*’.¹² Niet ieder in dit onderzoek betrokken rechtstelsel kent echter het *recharacterisation risk*. Deze stelling vormt het uitgangspunt voor het vervolg van deze paragraaf.¹³

Voor een goed begrip van de betekenis van het *recharacterisation risk*, is het noodzakelijk om zeer beknopt enige uitgangspunten van het Engelse recht te schetsen. Partijen zijn naar Engels recht in beginsel vrij om zekerheid te stellen op de door hen gewenste wijze. Dat kan door middel van een *outright transfer* – een overdracht tot zekerheid op grond waarvan de zekerheidsnemer een ‘*absolute interest*’ verkrijgt – of door vestiging van een beperkt zekerheidsrecht (een *security interest*) dat leidt tot verkrijging van een *legal interest* of een *equitable interest*. Hoewel partijen in beginsel vrij zijn om zekerheid te stellen op de door hen gewenste wijze, kunnen partijen niet door een bepaalde benaming te geven aan de zekerheidsstelling bewerkstelligen dat de zekerheidsstelling ook op die wijze gekwalificeerd wordt. Of hetgeen partijen zijn overeengekomen een *absolute interest* of een *security interest* oplevert, is ‘*a matter of law*’.¹⁴

¹¹ De positie van de zekerheidsgever is in dat geval vergelijkbaar met die van de zekerheidsgever in het geval dat een beperkt zekerheidsrecht is gevestigd en de beperkt zekerheidsgerechtigde een gebruiksrecht uitoefent. Zie daarover nader § 7.5.

¹² ISDA-rapport, p. 8.

¹³ Zie daarover tevens Diamant 2014.

¹⁴ Zie Beale e.a. 2012, nr. 4.16 en Goode/Gullifer 2013, nr. 1.36.

Het proces waarbij de rechter onderzoekt of het door partijen gecreëerde recht een *absolute interest* of een *security interest* oplevert, wordt aangeduid als ‘*characterisation*’.¹⁵ *Recharacterisation* is:

*‘the process whereby the parties have characterized a transaction as creating one sort of interest and a court characterizes that transaction as creating a different sort of interest.’*¹⁶

Partijen kunnen een goederenrechtelijk zekerheidsrecht bijvoorbeeld aanduiden als een *absolute interest*, maar de rechter kan dit ‘herkwalificeren’ als een *security interest* wanneer dit hetgeen is dat partijen tot stand hebben gebracht. Het meest verstekkende gevolg van *recharacterisation* is dat de verschaftte zekerheid ongeldig is omdat geen registratie heeft plaatsgevonden en daarmee niet aan het voor het *security interest* voorgeschreven *perfection requirement* is voldaan.¹⁷ Bij insolventie van de zekerheidsgever heeft de zekerheidsnemer dan slechts een concurrente vordering. Of een overdracht van girale activa uit hoofde van *repurchase agreements*, *securities lending agreements* en zekerheidsarrangementen in het kader van derivatenovereenkomsten naar Engels recht ‘geherkwalificeerd’ wordt als een beperkt zekerheidsrecht, komt aan de orde in § 8.4.4.3.

Naar Nederlands recht is het, in tegenstelling tot het Engelse recht, niet voorstelbaar dat een rechter een zekerheidsoverdracht zou ‘herkwalificeren’ als een pandrecht. Dit betekent echter niet dat het Nederlandse recht de overdracht tot zekerheid zonder meer toelaat. Zoals in § 3.4 sub (iv) aan de orde kwam, staat het Nederlandse recht de overdracht tot zekerheid in beginsel juist niet toe. Dit volgt uit art. 3:84 lid 3 BW. Dat artikel bepaalt dat een rechtshandeling die ten doel heeft een goed over te dragen tot zekerheid geen geldige titel van overdracht van dat goed is. De rechter heeft naar Nederlands recht dus slechts de volgende twee opties: de overdracht is ofwel een overdracht tot zekerheid in de zin van art. 3:84 lid 3 BW ten gevolge waarvan de overdracht ongeldig is, ofwel geen overdracht tot zekerheid in de zin van dat artikel, zodat de overdracht geldig is. Een ‘herkwalificatie’ van een overdracht tot zekerheid in een pandrecht behoort niet tot de mogelijkheden. Met andere woorden: er bestaat geen *recharacterisation risk* in het Nederlandse recht.

Deze stelling gaat ook op voor het Duitse recht.¹⁸ In tegenstelling tot het Nederlandse recht, erkent het Duitse recht in beginsel de overdracht tot zekerheid, zowel in de vorm van een fiduciaire overdracht (*Sicherungsübertragung*) als in de vorm van een niet-fiduciaire overdracht (*uneingeschränkte Vollrechtsübertragung*). Naar Duits recht is het echter denkbaar dat bepaalde regels inzake het pand van overeenkomstige toepassing worden verklaard op een overdracht tot zekerheid. De toepassing van bepaalde regels inzake het pand-

15 Zie Beale e.a. 2012, nr. 4.13: ‘*Characterization is the process of deciding whether a particular interest created by a contract falls within a particular definition, or deciding whether the contract itself falls within a definition.*’

16 Beale e.a. 2012, nr. 4.15.

17 Zie § 5.2.4.3.

18 Vgl. ISDA, ‘Germany. Country Report. Supplement to Collateral Arrangements in the European Financial Markets: The Need for National Law Reform’, p. 5: ‘*There is [in German law, toevoeging JD] no risk of recharacterisation of a title transfer arrangement in a pledge.*’

recht kan echter niet op één lijn worden gesteld met een ‘herkwalificatie’ van een overdracht tot zekerheid in een pandrecht.¹⁹ Het instituut van de overdracht tot zekerheid wordt door het Duitse recht immers erkend.²⁰

Het Belgische Hof van Cassatie heeft in een recent arrest (dat overigens is gewezen ná implementatie van de Collateral Richtlijn) geoordeeld dat een overdracht tot zekerheid van een schuldvordering in de samenloop nooit meer kan opleveren dan een pandrecht. Deze regel wordt wettelijk verankerd met inwerkingtreding van de Pandwet eind 2014.²¹ Het Belgische recht kent dus, evenals het Engelse recht, het *recharacterisation risk*.

Geconcludeerd kan worden dat niet iedere in dit onderzoek betrokken jurisdictie het *recharacterisation risk* kent. Dit is een belangrijke constatering, omdat in de praktijk de vraag of de overdracht tot zekerheid geldig en vlot uitwinbaar is naar nationaal recht, vaak is beperkt tot de vraag of het *recharacterisation risk* naar het betreffende recht aanwezig is. Het antwoord dat een Duitse of Nederlandse jurist op die vraag zal (moeten) geven, luidt ‘nee’. De vraag die gesteld zou moeten worden, is of er naar nationaal recht een bepaling of beginsel geldt dat aan de geldigheid of vlotte uitwinbaarheid van een overdracht tot zekerheid in de weg staat. Of naar Belgisch, Duits, Nederlands en Engels recht er een bepaling of beginsel is dat aan de geldigheid of vlotte uitwinbaarheid van de overdracht tot zekerheid in de weg staat, komt in de volgende paragraaf aan bod.

8.4 De overdracht tot zekerheid vóór implementatie van de Collateral Richtlijn

8.4.1 Belgisch recht

8.4.1.1 OVERDRACHT TOT ZEKERHEID NAAR BELGISCH RECHT

Wanneer een goed wordt overgedragen met als doel ‘zekerheid’, wordt in de Belgische literatuur gesproken van fiduciaire eigendom tot zekerheid.²² Een fiduciaire eigendomsoverdracht tot zekerheid is dus een overdracht waarbij de schuldenaar tot zekerheid van een schuldvordering een goed overdraagt aan zijn schuldeiser.²³

Een fiduciaire eigendomsoverdracht leidt ertoe dat de zekerheidsnemer recht-hebbende wordt.²⁴ Hij kan dus over de in zekerheid gegeven goederen beschikken, maar uitgangspunt is dat hij dit niet mag. Het beschikkingsverbod ligt besloten in de contractuele afspraak dat de zekerheidsnemer verplicht is om

¹⁹ Zie daarover meer uitgebreid § 8.4.2.2.

²⁰ Aldus ook ISDA, ‘Germany. Country Report. Supplement to Collateral Arrangements in the European Financial Markets: The Need for National Law Reform’, p. 6.

²¹ Zie over het arrest en art. 62 Pandwet nader § 8.4.1.4.

²² Zie Dirix/De Corte 2006, nr. 619, Sagaert 2006, nr. 23 en Sagaert 2014, nr. 208 en 210.

²³ Aldus Sagaert 2014, nr. 210.

²⁴ Zie Peeters & Christiaens 2006, nr. 128 en Sagaert 2006, nr. 29.

de in zekerheid gegeven goederen te restitueren aan de zekerheidsgever wanneer hij de verzekerde verplichting nakomt. Het is naar Belgisch recht omstreden of de zekerheidsgever in dat geval bij insolventie van de zekerheidsnemer ‘het recht heeft om de zaak te revindiceren uit de boedel, ook al was de gefailleerde juridisch eigenaar van de zaak’.²⁵

Wanneer de tot zekerheid overgedragen goederen vervangbaar zijn, zoals het geval is bij chartaal geld, kan volstaan worden met de restitutie van dezelfde hoeveelheid zaken van dezelfde soort en met dezelfde waarde.²⁶ Partijen kunnen ook contractueel vervangbaarheid van goederen bedingen. Dit is bijvoorbeeld uitdrukkelijk bepaald in art. 12 WFZ voor geld en effecten.²⁷ De zekerheidsnemer heeft in dat geval een ‘oneigenlijke restitutieplicht’. Dit betekent dat hij mag beschikken over de in zekerheid gegeven goederen en gelijksoortige goederen mag restitueren.²⁸

De overdracht tot zekerheid is een van de meest omstreden leerstukken van het Belgische goederenrecht. De ontwikkeling die de fiduciaire overdracht heeft doorgemaakt in de Belgische rechtspraak en wetgeving komt in de volgende paragrafen aan bod.

8.4.1.2 DE OVERDRACHT TOT ZEKERHEID VAN VORDERINGEN (HET SART-TILMAN-ARREST)

In de Belgische literatuur en rechtspraak wordt een onderscheid gemaakt tussen de ‘geldigheid’ van de overdracht tot zekerheid en de ‘tegenwerpelijkheid’ daarvan.²⁹ Met geldigheid wordt bedoeld op de overeenkomst waarbij goederen tot zekerheid worden overgedragen. De ‘interne werking’ van de overdracht tot zekerheid wordt in het Belgische recht erkend.³⁰ Geldigheid van de overeenkomst tot zekerheidsoverdracht betekent niet dat de zekerheidsnemer zich op de zekerheidseigendom kan beroepen jegens concurrent crediteuren bij insolventie van de zekerheidsgever of een ander geval van samenloop met een (of meerdere) schuldeiser(s) van de zekerheidsgever, zoals een beslaglegger.³¹ Dit is alleen het geval wanneer de tegenwerpelijkheid van de overdracht tot zekerheid kan worden aangenomen. Tegenwerpelijkheid houdt dus in dat de zekerheidsnemer zich op de overdracht tot zekerheid kan beroepen tegenover samenlopende schuldeisers.

In het arrest van het Hof van Cassatie van 17 oktober 1996 (*Sart-Tilman*)³² stond de vraag centraal of de overdracht tot zekerheid van vorderingen geldig was en kon worden tegengeworpen aan schuldeisers van de zekerheidsgever bij in-

25 Sagaert 2014, nr. 208 en 210, voetnoot 88 met verdere verwijzingen.

26 Zie Sagaert 2006, nr. 29.

27 Aldus Sagaert 2006, nr. 29. Zie over art. 12 WFZ nader § 8.6.1.

28 Zie over de vraag of het mogelijk is om een goederenrechtelijke aanspraak te laten gelden op *vervangbare* goederen Sagaert 2014, nr. 168.

29 Zie Sagaert 2006, nr. 26.

30 Aldus Sagaert 2006, nr. 26 en Sagaert & Seeldrayers 2006, nr. 51, beide met verdere verwijzingen.

31 Zie over deze en andere gevallen van samenloop Dirix & De Corte 2006, nr. 51 e.v.

32 Hof van Cassatie 17 oktober 1996, rolnr. C940421F, *Arr. Cass.* 1996, nr. 386.

solventie van laatstgenoemde. Het ging in die zaak om de overdracht tot zekerheid van vorderingen uit hoofde van subsidieaanspraken. De zekerheidsnemer had vóór insolventie van de zekerheidsgever vorderingen geïnd en zette die inning na insolventie voort. In cassatie ging het om de vraag of de zekerheidsnemer de na insolventie geïnde bedragen diende te restitueren aan de boedel.³³

Het Hof van Cassatie beantwoordt deze vraag bevestigend. Het Hof overweegt daartoe dat

‘het arrest [van het Hof van Beroep te Luik, toevoeging JD] beslist dat de overeenkomst tussen eiseres en de eerste verweerder een zakelijke zekerheid stelt buiten de wettelijke regels om en aldus indruist tegen het beginsel van de gelijkheid van de schuldeisers; Dat het arrest, nu het aan die overeenkomst, die aan eiseres zonder wettige gronden een voorrang toekent waardoor de overige schuldeisers van de eerste verweerder worden benadeeld, elk gevolg ontzegt na het ontstaan van de samenloop, het bovengenoemde beginsel en de bovengenoemde wetbepalingen correct toepast;’

Het Hof van Cassatie laat weliswaar de overeenkomst strekkende tot zekerheid in stand, maar oordeelt dat die overeenkomst vanwege goederenrechtelijke uitgangspunten – het numerus clausus-beginsel en de gelijkheid van schuldeisers – niet kan worden tegengeworpen aan andere schuldeisers van de zekerheidsgever indien laatstgenoemde insolvent raakt. De overeenkomst strekkende tot overdracht is dus geldig, maar bij insolventie kan jegens concurrent crediteuren op die overeenkomst geen beroep worden gedaan. Dit duidt Peeters aan als ‘zakenrechtelijke niet-tegenwerpelijheid’.³⁴

Het *Sart-Tilman*-arrest is in de literatuur zeer kritisch ontvangen.³⁵ De (toenmalige) voorzitter van het Hof van Cassatie heeft zelfs uitdrukkelijk afstand gedaan van het arrest:

‘Na het onduidelijke arrest van 17 april 1996 (het Sart-Tilman-arrest) (...) heeft het Hof beseft dat het vrij veel onrust had gezaaid onder de economische en commerciële operatoren. Dit arrest heeft geen gevolgen gehad.’³⁶

De onrust waar de voorzitter van het Hof van Cassatie op doelt, rees onder meer bij financiëlemarktpartijen omdat zij, zoals in hoofdstuk 2 aan de orde kwam, gebruik maken van de overdracht tot zekerheid van girale activa ter verzekering van verplichtingen uit *repurchase agreements*, *securities lending agreements* en derivatenovereenkomsten. Deze ‘onrust’ heeft geleid tot wettelijk ingrijpen op dit terrein.

33 Over de geïnde vorderingen bestond geen discussie. Partijen waren het erover eens dat deze vorderingen in ieder geval door inning en vermenging in het vermogen van de bank teniet waren gegaan. Zie Sagaert 2006, nr. 24.

34 Peeters 2011b, nr. 6.

35 Dirix & De Corte 2006, nr. 621 e.v. met verdere verwijzingen. Zie ook de conclusie van A-G Dubrulle voor Hof van Cassatie 3 december 2010, nr. 5.

36 *Parl. St.* Senaat 2003-2004, nr. 453/1, p. 1.

8.4.1.3 DE OVERDRACHT TOT ZEKERHEID VAN FINANCIËLE INSTRUMENTEN EN GELDEN

De wetswijziging waaraan zojuist werd gerefereerd, betreft de wijziging van de Wet betreffende de markt van de effecten en de overheidsschuld en het monetair beleidsinstrumentarium van 25 januari 1991 (hierna: ‘Wet Overheidseffecten’). De Wet Overheidseffecten bevatte reeds bij zijn inwerkingtreding in 1991 een aantal bepalingen (art. 23 tot en met 26) die beoogden de onzekerheid omtrent een toentertijd ‘*nieuw type van zekerheid*’, te weten: *repurchase agreements*, weg te nemen.³⁷ Art. 24 en 25 Wet Overheidseffecten bepaalden (in hun oorspronkelijke vorm) samengevat dat de bepalingen van het Burgerlijk Wetboek en Wetboek van Koophandel inzake het pand niet van toepassing zijn op *repurchase agreements* en dat het mogelijk is om in zekerheid gegeven effecten te gelde te maken (of te behouden) wanneer zich een geval van samenloop (zoals insolventie) voordoet.

In 1998 zijn de bepalingen van de Wet Overheidseffecten die betrekking hebben op *repurchase agreements* herzien. Bovendien is een nieuw artikel – art. 25bis – aan de Wet Overheidseffecten toegevoegd dat de uitzondering voor *repurchase agreements* uitbreidt tot andere overdrachten tot zekerheid van girale activa op de financiële markten. Art. 25bis luidt:

‘§ 1. De bepalingen van Boek III, titel XVII van het Burgerlijk Wetboek en van Boek I, titel VI van het Wetboek van Koophandel zijn niet van toepassing op de eigendomsoverdrachten van op rekening geboekte financiële instrumenten en van gelden, die worden verricht teneinde de verbintenissen te waarborgen van [financiële instellingen³⁸], en die een verbintenis van de overnemer inhouden de overgedragen financiële instrumenten of gelden, of gelijkwaardige instrumenten of waarden, terug over te dragen, behalve in geval van gehele of gedeeltelijke niet-uitvoering van de gewaarborgde verbintenis. Hetzelfde geldt voor de overdrachten van op rekening geboekte financiële instrumenten of van gelden bestemd om gedurende de overeenkomst het overeengekomen evenwicht te bewaren tussen de prestaties van de partijen, hetzij met betrekking tot een bepaalde transactie, hetzij globaal met betrekking tot alle of een gedeelte van de transacties tussen de wederpartijen, alsmede voor de substitutie gedurende de overeenkomst van de oorspronkelijk overgedragen waarden door nieuwe financiële instrumenten of andere gelden.

§ 2. De in § 1 bedoelde eigendomsoverdrachten zijn geldig en tegenwerpelijk aan derden, niettegenstaande het faillissement of het ontstaan van enig ander geval van samenloop tussen de schuldeisers van één van de partijen bij deze overeenkomsten.’

Uit deze bepaling volgt dat een overdracht tot zekerheid van financiële instrumenten of gelden alsmede de overdracht tot zekerheid van girale activa verstrekt in het kader van *margin maintenance*- en substitutiebepalingen geldig

³⁷ Parl. St. Kamer 1997-1998, nr. 1393/2, p. 4.

³⁸ Het gaat hier om een kredietinstelling, een financiële instelling, een beleggingsonderneming, een verzekerings- of herverzekeringsonderneming, een pensioenfonds, een instelling voor collectieve belegging, de Nationale Bank van België, het Herdisconterings- en Waarborginstituut, het Rentefonds, of van vennootschappen die, zelfs toekomstig, beleggingswerkzaamheden uitoefenen voor eigen rekening of voor rekening van derden, of van buitenlandse vennootschappen of instellingen met een gelijkwaardig statuut.

en tegenwerpelijk zijn aan derden, mits de overdracht plaatsvindt om een verbintenis van – kort gezegd – een financiële instelling te verzekeren.

Uit de Memorie van Toelichting blijkt dat de wetgever met de toevoeging van het bovenstaande artikel in het bijzonder de geldigheid en tegenwerpelijkheid van de overdracht tot zekerheid van girale activa in het kader van een GMSLA en ISDA Credit Support Document beoogt te waarborgen.³⁹ De wetgever geeft voorts in de Memorie van Toelichting aan dat met de wijziging van de Wet Overheidseffecten geen oordeel wordt geveld over andere gevallen waarin goederen tot zekerheid worden overgedragen:

‘Het huidige wetgevend initiatief beoogt hetzelfde doel [het wegnemen van rechtsonzekerheid, toevoeging JD] te bereiken voor eigendomsoverdrachten ten titel van waarborg van op rekening geboekte financiële instrumenten of gelden. Hiermede is het niet de bedoeling van de regering een standpunt in te nemen over de hierboven aangehaalde betwistingen, in de gevallen die door het huidige amendement niet worden gedekt. De regering wenst uitsluitend elke mogelijke discussie te vermijden ten aanzien van de in het ontwerp gedefinieerde transacties.’⁴⁰

De wijziging van de Wet Overheidseffecten heeft dus buiten twijfel gesteld dat *repurchase agreements*, *securities lending agreements* en de overdracht van girale activa ter verzekering van verplichtingen voortvloeiend uit derivatenovereenkomsten geldig en tegenwerpelijk zijn bij insolventie van de zekerheidsgever. Echter, de discussie omtrent de tegenwerpelijkheid van de overdracht tot zekerheid buiten die gevallen heeft de wetgever uitdrukkelijk niet willen beslechten.

8.4.1.4 NOGMAALS: DE OVERDRACHT TOT ZEKERHEID VAN VORDERINGEN (HET ARREST VAN 4 APRIL 2003 EN 3 DECEMBER 2010)

In het *Sart-Tilman*-arrest oordeelde het Hof van Cassatie dat een overeenkomst tot overdracht geldig is, maar dat deze overeenkomst niet tegenwerpelijk is aan derden. Dat eerste oordeel bevestigt het Hof van Cassatie in zijn arrest van 4 april 2003.⁴¹

In die zaak had een lessee aan de lessor tot zekerheid van nakoming van zijn verplichtingen uit hoofde van een leaseovereenkomst een geldsom overgeboekt op de rekening van de lessor. De vraag rees of de rente en/of andere inkomsten op deze geldsom toekwamen aan de lessor. Het Hof van Beroep te Antwerpen oordeelde dat sprake is van een oneigenlijk pandrecht (*pignus irregulare*) dat enkel strekt tot zekerheid. Volgens het Hof van Beroep mag de lessor/zekerheidsnemer om die reden ten laste van de lessee/zekerheidsgever geen ander voordeel behalen dan zekerheid. Dientengevolge dient de rente die de geldsom heeft opgebracht aan de lessee toe te komen.

39 Parl. St. Kamer 1997-1998, nr. 1393/2, p. 4-5.

40 Parl. St. Kamer 1997-1998, nr. 1393/2, p. 6.

41 Hof van Cassatie 4 april 2003, rolnr. C.99.0208.N/1 (*Asset Financing Corporation/Euroquartz*).

Het arrest van het Hof van Beroep wordt door Hof van Cassatie vernietigd. De volgende overweging van het Hof van Cassatie is in het bijzonder interessant:

‘Overwegende dat de overdracht in eigendom van een som geld door een schuldenaar ten bate van zijn schuldeiser geen inpandgeving uitmaakt ook al geschiedt die overdracht tot zekerheid van de schuldeiser; Dat het eigendomsrecht aldus verkregen door de schuldeiser tot gevolg heeft dat, in de regel, de eigenaar recht heeft op wat de zaak voortbrengt; (...).

In tegenstelling tot het Hof van Beroep bevestigt het Hof van Cassatie de geldigheid van de overdracht tot zekerheid van een geldsom tussen partijen.⁴² Bovendien oordeelt het Hof van Cassatie dat de overdracht tot zekerheid niet kan worden gezien als een (oneigenlijk) pandrecht.

Op dat laatste oordeel is het Hof van Cassatie in zijn arrest van 3 december 2010⁴³ in zekere zin teruggekomen. In dat arrest ging het wederom om de vraag of de overdracht tot zekerheid van vorderingen aan derden tegenwerpelijk is. Het Hof van Cassatie overweegt daaromtrent het volgende:

‘Het beginsel van de gelijkheid van schuldeisers en de artikelen 7 en 8 van de Hypotheekwet wijken noodzakelijkerwijze af van de artikelen 1165, 1134 en 1135 BW, zodat een niet bij de wet bepaald zakelijk zekerheidsrecht niet aan de schuldeisers in samenloop kan worden tegengeworpen. Een overeenkomst waarbij een schuldvordering tot zekerheid wordt overgedragen kan derhalve ten aanzien van de schuldeisers in de samenloop nooit meer opleveren dan een pandrecht op deze schuldvordering zodat de overnemer van de schuldvordering niet meer rechten kan uitoefenen dan deze waarover een pandhouder beschikt.’

Aan de ene kant handhaaft het Hof van Cassatie zijn eerder in het *Sart-Tilman*-arrest ingenomen standpunt dat de overeenkomst strekkende tot zekerheidsoverdracht geldig, maar niet tegenwerpelijk is aan derden. Aan de andere kant wijkt het Hof af van dit arrest door een overdracht tot zekerheid van een vordering te converteren in een pandrecht op die vordering.⁴⁴ Het arrest is in de Belgische literatuur kritisch ontvangen, omdat het de coherentie van het systeem zou aantasten.⁴⁵

Met de conversie wordt beoogd de zekerheidsnemer tegemoet te komen. Door de conversie van de overdracht tot zekerheid in een pandrecht behoudt de zekerheidsnemer immers een, zij het beperkt, zekerheidsrecht. Met andere woorden: het Hof van Cassatie nuanceert de gevolgen van het *Sart-Tilman*-arrest. Echter, voor een geldig pandrecht is wel vereist dat aan de voorwaarden voor vestiging van het pandrecht is voldaan. De nuancering die het Hof aanbrengt is dus alleen effectief wanneer met de overdracht tot zekerheid tevens aan de vereisten voor vestiging van een pandrecht op een vordering is voldaan. Dat zal doorgaans het

42 Naar Belgisch recht is overboeking van een geldsom een van de wijze waarop giraal geld kan worden overgedragen, zie § 5.2.1.1.

43 Hof van Cassatie 3 december 2010, rolnr. C.09.0459.N.

44 Storme trok deze conclusie reeds na het *Sart-Tilman*-arrest (Storme 1997, § 3). Zie over de conversie Sagaert 2011, p. 1178 e.v. en Peeters 2011b, nr. 7 e.v..

45 Zie Sagaert 2013, nr. 20.

geval zijn wanneer het een pandrecht betreft dat een handelsvordering verzekert. Het handelspand komt namelijk tot stand door het sluiten van de pandovereenkomst zonder dat enige formaliteit in acht hoeft te worden genomen.⁴⁶ Zodoende zou ‘in handelszaken (...) naar het geldende recht bij een zekerheidsoverdracht steeds voldaan zijn aan de grond- en vormvoorwaarden voor een tegenwerpelijke verpanding van diezelfde vordering (d.i. een overeenkomst met die strekking)’.⁴⁷ Sagaert voegt daaraan toe dat de conversie nauwelijks tot een beperking van de bevoegdheden van de pandhouder leidt, omdat hij op grond van art. 3 Handelspandwet de vordering mag innen en verrekenen met de verzekerde verplichting.⁴⁸

Het bovenstaande lijkt de conclusie te rechtvaardigen dat de Belgische rechtspraak de overdracht tot zekerheid van vorderingsrechten niet erkent.⁴⁹ Echter, het Hof van Cassatie wil aan de bedoeling van partijen – namelijk: het in zekerheid geven van vorderingen ter afdekking van het kredietrisico – tegemoet komen door de zekerheidsoverdracht niet al haar gevolgen te ontzeggen. De zekerheidsoverdracht wordt daarom geconverteerd in een pandrecht op de in zekerheid gegeven goederen.⁵⁰

De essentie van het arrest van 3 december 2010 is overgenomen in de Pandwet, die op 1 december 2014 in werking treedt. Die wet voegt een nieuw artikel aan het BBW toe dat luidt:

‘Een overdracht van een schuldvordering tot zekerheid verleent aan de overnemer enkel een pandrecht op de overgedragen schuldvordering.’⁵¹

Wat betreft de overdracht tot zekerheid van vorderingen lijkt deze wetsbepaling het voorlopige eindpunt te zijn van hierboven geschetste rechtsontwikkeling.

8.4.1.5 CONCLUSIE

De fiduciaire overdracht tot zekerheid bevindt zich, in de woorden van Sagaert, ‘in een crisis’.⁵² Uit de rechtspraak van het Hof van Cassatie volgt dat de overdracht tot zekerheid van een vordering weliswaar geldig is, maar ‘aan de overnemer enkel een pandrecht op de overgedragen schuldvordering’ verleent. Deze rechtspraak wordt met inwerkingtreding van de Pandwet gecodificeerd.

Voor de overdracht tot zekerheid van girale activa gold echter reeds sinds het begin van de jaren ‘90 van de vorige eeuw een afwijkende regel. De Wet Overheidseffecten verzekert de geldigheid en tegenwerpelijke van ‘de eigendomsoverdrachten van op rekening geboekte financiële instrumenten en van

46 Zie daarover § 5.2.1.1.

47 Peeters 2011b, nr. 7.

48 Sagaert 2010, p. 836.

49 Vgl. Lebon 2010, p. 509.

50 Vgl. Feltkamp 2006, p. 91, Storme 1997, § 3 en Peeters & Christiaens 2006, nr. 21, voetnoot 32.

51 Art. 62 Pandwet.

52 Sagaert 2014, nr. 208. Zie tevens Sagaert 2013.

gelden, die worden verricht teneinde de verbintenissen te waarborgen van [financiële instellingen], en die een verbintenis van de overnemer inhouden de overgedragen financiële instrumenten of gelden, of gelijkwaardige instrumenten of waarden, terug over te dragen'. Reeds vóór implementatie van de Collateral Richtlijn bestond naar Belgisch recht dus een '*safe harbour*' voor de overdracht tot zekerheid van girale activa.

8.4.2 Duits recht

8.4.2.1 DE OVERDRACHT TOT ZEKERHEID NAAR DUIJS RECHT

Anders dan het Belgische Hof van Cassatie, heeft (de voorganger van) het *Bundesgerichtshof* de overdracht tot zekerheid (*Sicherungsübertragung*) erkend.⁵³ De mogelijkheid om goederen fiduciair over te dragen tot zekerheid staat naar Duits recht buiten kijf.⁵⁴ De *Sicherungsübertragung* kan onderverdeeld worden in *Sicherungsübereignung* (de overdracht tot zekerheid van zaken) en *Sicherungsabtretung* (de overdracht tot zekerheid van vorderingen).

De *Sicherungsübertragung* biedt een alternatief voor het vuistpandrecht respectievelijk het openbare pandrecht. Zij maakt het mogelijk om zekerheid te geven zonder dat het bezit van een zaak hoeft te worden verschaft (§ 1205 BGB) en zonder mededeling van de verpanding aan de debiteur van de verpande vordering (§ 1280 BGB). Dat verklaart waarom de *Sicherungsübertragung* een belangrijke rol speelt in de praktijk en in het Duitse goederenrecht.⁵⁵

In navolging van het Anglo-Amerikaanse recht is in het Duitse recht een tweede vorm van overdracht tot zekerheid tot ontwikkeling gekomen: de *uneingeschränkte Vollrechtsübertragung*.⁵⁶ Ik zal hierna ingaan op de beide vormen van zekerheidsoverdracht, waarbij ik in het bijzonder zal stilstaan bij de verschillen tussen de *Sicherungsübertragung* enerzijds en de *uneingeschränkte Vollrechtsübertragung* anderzijds.

8.4.2.2 SICHERUNGSÜBERTRAGUNG ALS TREUHÄNDERISCHE SICHERHEIT

De *Sicherungsübertragung* is een vorm van '*treuhänderische Bindung des Eigentums*'.⁵⁷ Het begrip '*Treuhand*' verwijst naar '*die systematischen Gemeinsamkeiten zu verwandten Instituten, bei denen die Ausübung eines Rechts durch persönliche Verpflichtungen des Rechtsinhabers (Treuhänders) zugunsten eines anderen (Treugebers) eingeschränkt ist*'.⁵⁸ Bij de *Sicherungsübertragung* dient de zekerheids-

53 De *Sicherungsübereignung* werd aan het einde van de negentiende eeuw in een arrest van het *Reichsgericht* erkend, zie Reichsgericht 2 juni 1890, RGZ 26, 180. Zie hierover Zwalve 2006, p. 527 e.v.

54 Aldus ook Schimansky/Bunte/Lwowski 2011, § 95, nr. 13 en § 96, nr. 17.

55 Op dit punt kan een vergelijking worden gemaakt met de ontwikkeling in het Nederlandse recht vóór inwerkingtreding van het nieuwe Burgerlijk Wetboek. Zie daarover § 8.4.3.1.

56 Zie Schimansky/Bunte/Lwowski 2011, § 114, nr. 70.

57 Zie Wiegand/Staudinger 2011, Anhang zu §§ 929 ff, nr. 321 e.v. en Schimansky/Bunte/Lwowski 2011, § 90, nr. 30.

58 Oechseler, Münchener Kommentar zum BGB 2013, Anhang zu §§ 929-936, nr. 40.

nemer bij de uitoefening van zijn bevoegdheden als rechthebbende rekening te houden met de belangen van de zekerheidsgever. Dit betekent in het bijzonder dat de zekerheidsnemer niet mag beschikken over de in zekerheid gegeven goederen, tenzij de zekerheidsgever in verzuim is (het zogenaamde *Sicherungsfall*).

In beginsel verschilt de positie van de verkrijger/zekerheidsnemer niet van de positie van een ‘gewone’ verkrijger.⁵⁹ Met andere woorden: ook de *Sicherungsübertragung* leidt tot verkrijging van een ‘volledig’ eigendomsrecht of ‘volledige’ gerechtigdheid tot dat goed. Brinkmann acht een andere conclusie niet mogelijk, omdat het numerus clausus-beginsel (*Typenzwang*) een ‘mindere vorm’ van eigendom niet toelaat.⁶⁰

De zekerheidsnemer verkrijgt door de *Sicherungsübertragung* een sterkere goederenrechtelijke positie dan het doel van de overdracht rechtvaardigt.⁶¹ Het doel van de overdracht (het zogenaamde *Sicherungszweck*) is de zekerheidsnemer de bevoegdheid toe te kennen om bij verzuim van de zekerheidsgever over te gaan tot het te gelde maken van de in zekerheid gegeven goederen. Dit doel wordt bereikt door in de overeenkomst strekkende tot zekerheidsoverdracht (*Sicherungsvertrag*) te bepalen dat de zekerheidsnemer enkel in overeenstemming met dat doel over de in zekerheid gegeven goederen mag beschikken. Indien de zekerheidsnemer deze verplichting schendt, bijvoorbeeld door de in zekerheid gegeven goederen aan een derde over te dragen voordat er sprake is van een *Sicherungsfall*, is deze beschikking weliswaar geldig – de zekerheidsnemer is immers rechthebbende van de in zekerheid gegeven goederen –, maar is de zekerheidsnemer aansprakelijk voor de daardoor veroorzaakte schade.

De *Sicherungsübertragung* kan vormgegeven worden als een voorwaardelijke overdracht, dat wil zeggen een overdracht onder de ontbindende voorwaarde van voldoening van de verzekerde verplichting.⁶² In de praktijk is dit niet gebruikelijk.⁶³ In de literatuur wordt wel bepleit om ook zonder een daartoe strekkende bepaling in de overeenkomst de *Sicherungsübertragung* te beschouwen als een voorwaardelijke overdracht tot zekerheid. Dit wordt echter in de rechtspraak en door een meerderheid van de juridische auteurs afgewezen.⁶⁴

Hoewel de *Sicherungsübertragung* functioneel vergelijkbaar is met een vuistloos of stil pandrecht, wordt zij in de literatuur en rechtspraak niet beschouwd als een pandrecht. Volgens Oechseler staat enerzijds het numerus clausus-beginsel eraan

59 Wiegand/Staudinger 2011, Anhang zu §§ 929 ff, nr. 321, Oechseler, Münchener Kommentar zum BGB 2013, Anhang zu §§ 929-936, nr. 40 en Brinkmann, Uhlenbruck/InsO, § 51, nr. 2. In de volgende paragraaf zal echter blijken dat de positie van de rechthebbende/zekerheidsnemer bij insolventie van de zekerheidsgever afwijkt van de positie van een ‘gewone’ rechthebbende.

60 Brinkmann, Uhlenbruck/InsO, § 51, nr. 2.

61 Zie over het hiernavolgende: Schimansky/Bunte/Lwowski 2011, § 95, nr. 24 en § 96, nr. 16.

62 Zie Oechseler, Münchener Kommentar zum BGB 2013, Anhang zu §§ 929-936, nr. 8 en over de gevolgen daarvan voor de positie van de zekerheidsgever en zekerheidsnemer, nr. 9 met verdere verwijzingen.

63 Zie de standaardovereenkomsten voor *Sicherungsübertragung* zoals weergegeven in Wiegand/Staudinger 2011, Anhang zu §§ 929 ff, nr. 74, Oechseler, Münchener Kommentar zum BGB 2013, Anhang zu §§ 929-936, nr. 45 en Schimansky/Bunte/Lwowski 2011, § 90, nr. 120.

64 Oechseler, Münchener Kommentar zum BGB 2013, Anhang zu §§ 929-936, nr. 9, Wiegand/Staudinger 2011, Anhang zu §§ 929 ff, nr. 334 en Schimansky/Bunte/Lwowski 2011, § 90, nr. 120.

in de weg dat partijen een vuistloos of stil pandrecht overeenkomen en is anderzijds de *Treuhand* een door het Duitse recht erkende rechtsfiguur.⁶⁵ De afwijzing van de kwalificatie van de *Sicherungsübertragung* als vuistloos of stil pandrecht heeft tot gevolg dat overeenkomstige toepassing van de regels betreffende het vuistpandrecht en het openbare pandrecht, zoals de voorschriften omtrent de totstandkoming en uitwinning van pandrechten, op de *Sicherungsübertragung* in beginsel is uitgesloten.⁶⁶ Echter, in uitzonderingsgevallen, namelijk ‘*wenn Pfandrecht und Sicherungseigentum im Hinblick auf die berührte Rechtsfrage vergleichbar sind*’, kunnen bepalingen inzake het pandrecht van overeenkomstige toepassing zijn. Dit geldt bijvoorbeeld voor § 1228 lid 2, eerste zin BGB, dat bepaalt dat de pandhouder bevoegd is over te gaan tot uitwinning wanneer de verzekerde vordering geheel of gedeeltelijk opeisbaar is.

8.4.2.3 DE BIJZONDERE BEHANDELING VAN DE SICHERUNGSÜBERTRAGUNG BIJ INSOLVENTIE

De essentie van de *Sicherungsübertragung* is de bevoegdheid van de zekerheidsnemer tot verhaal op de in zekerheid gegeven goederen wanneer zich een *Sicherungsfall* voordoet. Die essentie komt goed tot uitdrukking in de insolventierechtelijke behandeling van de *Sicherungsübertragung*.

In de *Insolvenzordnung* (hierna: ‘InsO’) wordt een onderscheid gemaakt tussen ‘*Aussonderung*’ en ‘*Absonderung*’. Het *Aussonderungsrecht* (‘afzonderingsrecht’) wordt in § 47 InsO als volgt omschreven:

‘*Wer auf Grund eines dinglichen oder persönlichen Rechts geltend machen kann, daß ein Gegenstand nicht zur Insolvenzmasse gehört, ist kein Insolvenzgläubiger. Sein Anspruch auf Aussonderung des Gegenstands bestimmt sich nach den Gesetzen, die außerhalb des Insolvenzverfahrens gelten.*’

Wie een beroep op een *Aussonderungsrecht* doet, betoogt dat het goed niet tot de failliete boedel (*Insolvenzmasse*) behoort, maar dat dat goed de *Aussonderungsberechtigte* toekomt. Een voorbeeld van een *Aussonderungsberechtigte* is de eigenaar van een zaak die deze zaak aan een insolvente schuldenaar verhuurt. Hij kan die zaak op grond van § 985 BGB revindiceren.

Het *Absonderungsrecht* (‘voorkeursrecht’) houdt in dat de *Absonderungsberechtigte* bij voorkeur wordt voldaan uit de opbrengst van het goed.⁶⁷ Op grond van § 166 lid 1 InsO is de curator (*Insolvenzverwalter*) bevoegd om een roerende zaak waarvan hij ‘*Besitzer*’ is en ten aanzien waarvan een *Absonderungsrecht* bestaat, onderhands te gelde te maken. Op grond van het tweede lid van dat artikel is hij bevoegd om een vordering die de schuldenaar tot zekerheid heeft overgedragen, te innen of op een andere manier te gelde te maken. De

⁶⁵ Oechseler, Münchener Kommentar zum BGB 2013, Anhang zu §§ 929-936, nr. 40.

⁶⁶ Zie daarover uitgebreid Oechseler, Münchener Kommentar zum BGB 2013, Anhang zu §§ 929-936, nr. 41 e.v.

⁶⁷ Zie Brinkmann, Uhlenbruck/InsO, § 49, nr. 1 en 2.

Absonderungsberechtigde zal bij voorkeur worden voldaan uit de opbrengst van het aldus te gelde gemaakte goed, nadat de kosten voor *Feststellung* (het vaststellen om welk goed het gaat) en *Verwertung* (executiekosten) daarvan zijn afgetrokken.⁶⁸ Degene die tot *Absonderung* gerechtigd zijn, zijn omschreven in §§ 49-51 InsO. Het prototype van de *Absonderungsberechtigden* is de pandhouder (§ 50 InsO). De bovenstaande artikelen zijn van dwingend recht.⁶⁹

Aangezien degene aan wie goederen tot zekerheid zijn overgedragen rechthebbende is van de in zekerheid gegeven goederen, zou men op het eerste gezicht denken dat hem een *Aussonderungsrecht* toekomt. Echter, de schuldeiser aan wie goederen zijn overgedragen ter verzekering van een vordering, is bij insolventie van de zekerheidsgever slechts gerechtigd tot *Absonderung*. Dit volgt uit § 51 Nr. 1 InsO. Dit betekent dat de zekerheidsnemer slechts – evenals een pandhouder – het recht heeft om bij voorkeur te worden voldaan uit de opbrengst van het in zekerheid gegeven en te gelde gemaakte goed.

In de literatuur wordt het feit dat de zekerheidsnemer slechts gerechtigd is tot ‘zur abgesonderten Befriedigung aus dem [Sicherungs]gegenstand’ gezien als een gevolg van de door partijen gehanteerde constructie.⁷⁰ De gehanteerde constructie is een *treuhänderische Sicherheit* die er slechts op gericht is zekerheid te geven voor de vordering van de zekerheidsnemer. De *Sicherungsübertragung* is met andere woorden functioneel gelijk te stellen aan een pandrecht. Dit verklaart waarom zij door het insolventierecht ook op die wijze wordt behandeld.

In het spiegelbeeldige geval – dat is het geval dat de zekerheidsnemer insolvent raakt –, komt de zekerheidsgever, ondanks het feit dat hij *niet* rechthebbende is, op grond van § 47 InsO een *Aussonderungsrecht* toe. Het *Aussonderungsrecht* staat de zekerheidsgever echter alleen ter beschikking wanneer de verzekerde verplichting is of wordt voldaan.⁷¹ Het toekennen van een *Aussonderungsrecht* aan de zekerheidsgever wordt in de literatuur verklaard door ‘der treuhänderischen Bindung des Sicherungsguts und der Ähnlichkeit mit dem Pfandrecht’.⁷² Partijen beogen bij de *Sicherungsübertragung* niet het in zekerheid gegeven goed definitief in het vermogen van de zekerheidsnemer te doen overgaan, maar het goed wordt slechts overgedragen ter verzekering van een vordering (het transitoire karakter van de *Sicherungsübertragung*).⁷³ In lijn daarmee dienen bij insolventie van de zekerheidsnemer niet de schuldeisers van de zekerheidsnemer zich te kunnen verhalen op de tot zekerheid overgedragen goederen, maar dienen

68 § 170 lid 1 InsO. Dit leidt doorgaans tot inhouding door de curator van 24% van het bedrag, zie BT-Drucks 14/1539, p. 11.

69 Zie Brinkmann, Uhlenbruck/InsO, § 166, nr. 1a.

70 Zie Brinkmann, Uhlenbruck/InsO, § 47, nr. 56 en Oechseler, Münchener Kommentar zum BGB 2013, Anhang zu §§ 929-936, nr. 55.

71 Aldus Wiegand/Staudinger 2011, Anhang zu §§ 929 ff, nr. 251.

72 Brinkmann, Uhlenbruck/InsO, § 47, nr. 55 en Wiegand/Staudinger 2011, Anhang zu §§ 929 ff, nr. 251. Zie ook Oechseler, Münchener Kommentar zum BGB 2013, Anhang zu §§ 929-936, nr. 57 met verwijzingen naar (vindplaatsen van) andere argumenten.

73 Zie Oechseler, Münchener Kommentar zum BGB 2013, Anhang zu §§ 929-936, nr. 1.

deze, mits de verzekerde verplichting is voldaan, aan de zekerheidsgever toe te komen.

8.4.2.4 UNEINGESCHRÄNKTE VOLLRECHTSÜBERTRAGUNG

Van de *Sicherungsübertragung* moet de *uneingeschränkte Vollrechtsübertragung* onderscheiden worden. In de literatuur wordt aangenomen dat de *uneingeschränkte Vollrechtsübertragung* – evenals de *Sicherungsübertragung* – naar Duits recht geldig is.⁷⁴

Zoals in § 8.4.2.1 reeds werd aangestipt, is de *uneingeschränkte Vollrechtsübertragung* in de praktijk ontwikkeld in navolging van het Anglo-Amerikaanse recht. De Duitse standaarddocumentatie voor *repurchase agreements*, het Rahmenvertrag für Wertpapierpensionsgeschäften en de Duitse standaarddocumentatie voor *securities lending agreements*, het Rahmenvertrag für Wertpapierdarlehen, voorzien in een *uneingeschränkte Vollrechtsübertragung*.⁷⁵ Dit geldt ook voor de Besicherungsanhang bij het Rahmenvertrag für Finanztermingeschäften, de Duitse variant van de ISDA Credit Support Documents respectievelijk de ISDA Master Agreement.⁷⁶ Hieronder wordt de *uneingeschränkte Vollrechtsübertragung* in het kader van de Besicherungsanhang onder de loep genomen. Hetgeen daarover wordt opgemerkt, geldt mutatis mutandis voor de *uneingeschränkte Vollrechtsübertragung* in het kader van het Rahmenvertrag für Wertpapierpensionsgeschäften en het Rahmenvertrag für Wertpapierdarlehen.

Nr. 1 lid 1 van de Besicherungsanhang bepaalt dat de partijen verplicht zijn ‘*Sicherheiten zu leisten*’ overeenkomstig hetgeen is bepaald in de Besicherungsanhang. Nr. 1 lid 2 bepaalt op welke wijze de zekerheid verschafft wordt:

‘Aufgrund dieses Anhangs geleistete Sicherheiten gehen mit der Übertragung in das Eigentum des Sicherungsnehmers über. (...). Der Sicherungsnehmer ist berechtigt, über die Sicherheiten uneingeschränkt zu verfügen.’

Evenals het geval is bij de *Sicherungsübertragung* wordt de zekerheidsnemer door de overdracht uit hoofde van Nr. 1 van de Besicherungsanhang rechthebbende van de aan hem in zekerheid gegeven goederen. In tegenstelling tot een *Sicherungsübertragung* worden de bevoegdheden van de zekerheidsnemer niet door het *Sicherungsvertrag* beperkt tot verhaal op de in zekerheid gegeven goederen wanneer zich een *Sicherungsfall* voordoet. Dit blijkt uit de laatste zin van Nr. 1 lid 2 van de Besicherungsanhang: de zekerheidsnemer mag ‘*uneingeschränkt verfügen*’ over de aan hem tot zekerheid overgedragen goederen. Hij mag de tot zekerheid overgedragen goederen bijvoorbeeld overdragen in het kader van een *repurchase agreement* of *securities lending agreement* of daarop

⁷⁴ Zie Schimansky/Bunte/Lwowski 2011, § 114, nr. 70 en Schlaegel 2008, p. 149 en 150.

⁷⁵ Nr. 6 jo. Nr. 4 lid 5 Rahmenvertrag für Wertpapierpensionsgeschäften en Nr. 4 lid 5 jo. Nr. 7 lid 4 Rahmenvertrag für Wertpapierdarlehen. Zie daarover Schlaegel 2008, p. 149.

⁷⁶ Zie over de Besicherungsanhang Schimansky/Bunte/Lwowski 2011, § 114, nr. 70a. De Besicherungsanhang wordt weergegeven in Schimansky/Bunte/Lwowski 2011, § 114, nr. 9.

een pandrecht vestigen ter verzekering van zijn eigen financiële verplichtingen. Omdat de zekerheidsnemer bij uitoefening van zijn bevoegdheden niet gebonden is het belang van de zekerheidsgever in acht te nemen, is er geen sprake van een *treuhändige Sicherheit*.⁷⁷ Dat betekent dat de zekerheidsnemer bij insolventie van de zekerheidsgever een *Aussonderungsrecht* heeft. § 51 Nr. 1 InsO – dat degene aan wie goederen zijn overgedragen uit hoofde van een *Sicherungsübertragung* slechts een *Absonderungsrecht* toekent – heeft namelijk alleen betrekking op de *Sicherungsübertragung* en is niet van toepassing op een *uneingeschränkte Vollrechtsübertragung*.⁷⁸

8.4.2.5 CONCLUSIE

De *Sicherungsübertragung* is weliswaar niet gecodificeerd in het BGB, maar zij is in de Duitse rechtspraak omarmd teneinde te voldoen aan de in de praktijk levende behoefte aan een ‘stille’ wijze van zekerheidsverschaffing. Een *Sicherungsübertragung* kenmerkt zich door een contractueel verbod om over de in zekerheid gegeven activa te beschikken. In lijn daarmee wordt de zekerheidsnemer bij insolventie van de zekerheidsgever gelijkgesteld aan een pandhouder. Hij heeft ‘slechts’ een *Absonderungsrecht*.

Wanneer girale activa worden overgedragen tot zekerheid, bijvoorbeeld in het kader van *repurchase agreements* en *securities lending agreements* of ter verzekering van verplichtingen uit derivatenovereenkomsten, vindt doorgaans een *uneingeschränkte Vollrechtsübertragung* plaats. Een *uneingeschränkte Vollrechtsübertragung* kenmerkt zich door het feit dat de zekerheidsnemer vrijelijk kan beschikken over de in zekerheid gegeven girale activa. Bij insolventie van de zekerheidsgever is zijn positie gelijk aan die van een ‘gewone’ rechthebbende. Dit betekent dat de zekerheidsnemer een *Aussonderungsrecht* heeft.

8.4.3 Nederlands recht

8.4.3.1 DE OVERDRACHT TOT ZEKERHEID NAAR NEDERLANDS RECHT: ART. 3:84 LID 3 BW

Vóór invoering van het nieuw Burgerlijk Wetboek in 1992, kende het Nederlandse recht, evenals het Duitse recht, slechts de mogelijkheid om een pandrecht te vestigen op een zaak door de pandhouder de macht te verschaffen over de verpande zaken en op een vordering door mededeling te doen van de verpanding aan de debiteur van de vordering. Ook in Nederland werd gezocht naar een manier om te ontkomen aan de vestigingsformaliteiten die onder het oude recht verbonden waren aan de verpanding van zaken en vorderingen.

In navolging van de Duitse *Sicherungsübereignung* zocht de praktijk zijn toevlucht tot de fiduciaire overdracht, die door de Hoge Raad in 1929 erkend is. De Hoge Raad oordeelde in het Bierbrouwerij-arrest dat de constructie

⁷⁷ Zie Schimansky/Bunte/Lwowski 2011, § 114, nr. 70 en Schlaegel 2008, p. 147.

⁷⁸ Aldus ook Brinkmann, Uhlenbruck/InsO, § 51, nr. 2.

waarbij een café-inventaris werd overgedragen tot zekerheid aan een bierbrouwer en de inventaris vervolgens in bruikleen werd gegeven aan de café-eigenaar, niet in strijd is met enig beginsel van Nederlands vermogens- of insolventierecht.⁷⁹ De Hoge Raad heeft tot het einde van de twintigste eeuw de fiduciaire overdracht nadere invulling gegeven.⁸⁰

Onder het nieuw BW is het Nederlandse recht een andere koers gaan varen. De ontwerper van het nieuw Burgerlijk Wetboek, prof. E.M. Meijers had zoals bekend ernstige bewaren tegen de overdracht tot zekerheid.⁸¹ Volgens Meijers diende het vuistpandrecht en openbare pandrecht het uitgangspunt te blijven.⁸² Voor de gevallen waarin aan ‘stille’ zekerheid een duidelijke maatschappelijke behoefte bestond, voorzag zijn ontwerp in een registerpandrecht.⁸³ Het sluitstuk van deze regeling was het uitsluiten van de mogelijkheid om goederen over te dragen tot zekerheid. Dit verbod, ook wel aangeduid als het ‘fiduciaverbod’, is neergelegd in art. 3:84 lid 3 BW. Dat artikel luidt:

‘Een rechtshandeling die ten doel heeft een goed over te dragen tot zekerheid of die de strekking mist het goed na de overdracht in het vermogen van de verkrijger te doen vallen, is geen geldige titel van overdracht van dat goed.’

Wanneer er sprake is van ‘een rechtshandeling die ten doel heeft een goed over te dragen tot zekerheid’, ontbreekt blijkens dit artikel een geldige titel voor die overdracht. Dit resulteert in een ongeldige overdracht.⁸⁴

8.4.3.2 NUANCERING VAN HET VERBOD TOT ZEKERHEIDSOVERDRACHT: HET SOGELEASE-ARREST

In het *Sogelease*-arrest⁸⁵ heeft de Hoge Raad uitleg gegeven aan de woorden ‘een goed over te dragen tot zekerheid’ in de zin van art. 3:84 lid 3 BW.⁸⁶ Het ging in dat arrest om de financiering van de aankoop van drukpersen door middel van een sale-and-lease-back-constructie. Vereenvoudigd weergegeven had een drukkerij (de kredietnemer) drukpersen aan leasemaatschappij Sogelease (de kredietgever) verkocht en (per constitutum posessorium) geleverd (‘sale’). Vervolgens werden de drukpersen aan de drukkerij in gebruik gegeven (‘lease back’).

⁷⁹ HR 25 januari 1929, NJ 1929/616, p. 620.

⁸⁰ Zie bijvoorbeeld HR 18 februari 1994, NJ 1994/462 (*Nijverdal Ten Cate/Wildervank*), waarin de Hoge Raad oordeelde dat de fiduciaire zekerheidseigendom geen accessoir karakter heeft. Zie Rongen 2012, nr. 659 met verwijzingen naar verdere rechtspraak.

⁸¹ Een belangrijk bezwaar van Meijers tegen de overdracht tot zekerheid was het gebrek aan publiciteit. Dit zou misbruik in de hand werken (Parl. Gesch. Boek 3, p. 702-703). Meijers baseerde dit op een in de jaren ‘30 van de vorige gehouden enquête onder deurwaarders. Daaruit bleek dat beslag op het vermogen van de schuldenaar in veel gevallen onmogelijk bleek omdat vrijwel alle goederen door middel van schijnakten aan derden waren overgedragen tot zekerheid. Zie voor de andere bezwaren die Meijers had, waaronder het ‘opsplitsen’ van het eigendomsrecht, Rongen 2012, nr. 659.

⁸² Parl. Gesch. Boek 3, p. 746.

⁸³ Art. 3:9.3.1 Ontwerp Meijers (Parl. Gesch. Boek 3, p. 802).

⁸⁴ Zie art. 3:84 lid 1 BW.

⁸⁵ HR 19 mei 1995, NJ 1996/119.

⁸⁶ Over het *Sogelease*-arrest is veel geschreven. Zie voor literatuurverwijzingen Rongen 2012, nr. 664. Zeer lezenswaardig is Kortmann 2010.

De Hoge Raad liet het oordeel van het Hof in stand dat deze overdracht in het kader van de sale-and-lease-back-constructie geldig was. De maatstaf moet volgens de Raad

‘worden gezocht in het antwoord op de vraag of de rechtshandeling ertoe strekt de wederpartij in diër voege een zekerheidsrecht op het goed te verschaffen dat deze in zijn belangen als schuldeiser ten opzichte van andere schuldeisers beschermt.’⁸⁷

De kern van een zodanige bescherming ligt volgens de Hoge Raad naar haar aard in de bevoegdheid van een schuldeiser om zich met voorrang boven andere schuldeisers op het goed te verhalen, hetgeen de bevoegdheid van toe-eigening uitsluit. Daarom

‘levert een overeenkomst die de bevoegdheden van degene aan wie het goed wordt overgedragen, in geval van wanprestatie van zijn wederpartij beperkt tot het recht het hem overgedragen goed te gelde te maken ten einde zich uit de opbrengst daarvan te bevredigen onder gehoudenheid een eventueel overschot aan zijn wederpartij ten goede te doen komen, ingevolge art. 3:84 lid 3 niet een geldige titel voor overdracht op: partijen dienen dan gebruik te maken van (stil) pandrecht, onderscheidenlijk van hypotheek.’⁸⁸

Deze ‘overdracht ten titel van verhaal’ plaatst de Hoge Raad tegenover de ‘werkelijke overdracht’:

‘Strekt daarentegen de rechtshandeling tot ‘werkelijke overdracht’ (in geval van een zaak: tot eigendomsoverdracht) en heeft zij derhalve de strekking het goed zonder beperking op de verkrijger te doen overgaan – en deze aldus meer te verschaffen dan enkel een recht op het goed, dat hem in zijn belang als schuldeiser beschermt – dan staat art. 3:84 lid 3 BW daaraan niet in de weg. Met name doet dat het niet indien (...) de zaak door de verkrijger tegen betaling aan de overdrager in gebruik wordt gegeven onder zodanige voorwaarden dat de verkrijger in geval van wanprestatie van zijn wederpartij de overeenkomst – voor wat betreft het gebruik – behoeft te ontbinden ten einde weer vrijelijk en volledig over zijn zaak te kunnen beschikken.’⁸⁹

De Hoge Raad overweegt voorts nog uitdrukkelijk dat deze maatstaf ook geldt als de overeenkomst is gesloten in verband met de verstrekking van een vorm van krediet aan de vervreemder (zoals in casu het geval was).⁹⁰

Voor het Nederlandse recht dient dus een onderscheid te worden gemaakt tussen twee vormen van zekerheidsoverdracht: de ‘overdracht ten titel van verhaal’ (de fiduciaire zekerheidsoverdracht) en de ‘werkelijke overdracht’. Hoewel in beide gevallen sprake is van zekerheid in economische zin, acht de Hoge Raad die

⁸⁷ HR 19 mei 1995, *NJ* 1996/119, r.o. 3.4.3.

⁸⁸ *Idem.*

⁸⁹ *Idem.*

⁹⁰ HR 19 mei 1995, *NJ* 1996/119, r.o. 3.4.4. In het arrest BTL Lease/Erven Van Summeren (HR 18 november 2005, *NJ* 2006/151) heeft de Hoge Raad de bovengenoemde maatstaf herhaald. Het ging in casu om een sale-and-lease-back-constructie van voertuigen die voor een aanzienlijk lagere prijs dan de marktprijs waren verkocht en geleverd aan BTL Lease. De Hoge Raad oordeelde dat ‘een wanverhouding tussen de hoogte van de vordering en de waarde van het overgedragen object kan bijdragen aan het oordeel dat partijen niet een “werkelijke overdracht” hebben beoogd’ (r.o. 3.5.2).

omstandigheid niet van doorslaggevend belang. Beslissend is welke bevoegdheden de verkrijger in de overeenkomst worden toegekend. Een overdracht waarbij de bevoegdheden van de verkrijger bij wanprestatie van zijn wederpartij beperkt zijn tot het recht het hem overgedragen goed te gelde te maken ten einde zich uit de opbrengst daarvan te bevredigen onder gehoudenheid een eventueel overschot aan zijn wederpartij ten goede te doen komen, levert geen ongeldige titel voor overdracht op. Wanneer daarentegen de bevoegdheden van de verkrijger bij wanprestatie van zijn wederpartij niet daartoe beperkt zijn, maar de verkrijger, na ontbinding van de gebruiksovereenkomst, ‘vrijelijk en volledig’ kan beschikken over het in zekerheid gegeven goed, is sprake van een ‘werkelijke overdracht’ die niet in de ban wordt gedaan door art. 3:84 lid 3 BW.

In het Sogelease-arrest overweegt de Hoge Raad ten slotte dat niet uitgesloten is dat ‘onder bijkomende omstandigheden waaruit moet worden afgeleid dat de bedoeling tot ontduiking van de in art. 3:84 lid 3 BW vervatte regel voorzat, van ongeldigheid uit hoofde van die bepaling sprake kan zijn’.⁹¹ Uit het arrest blijkt echter niet welke omstandigheden van belang kunnen zijn.⁹²

8.4.3.3 BLIJVENDE ONZEKERHEID OVER DE GELDIGHEID VAN DE OVERDRACHT TOT ZEKERHEID VAN GIRALE ACTIVA

Na het Sogelease-arrest bleef in de financiële praktijk onzekerheid bestaan over de geldigheid van een overdracht uit hoofde van een *repurchase agreement*, *securities lending agreement* of zekerheidsarrangement in het kader van derivatenovereenkomsten. De hamvraag was of deze overdrachten een ‘overdracht ten titel van verhaal’ opleverden, ten gevolge waarvan de overdracht ongeldig is.⁹³

Over het antwoord op die vraag bestond in de literatuur verschil van mening.⁹⁴ De discussie richt zich met name op de vraag of een *repurchase agreement* een ‘overdracht ten titel van verhaal’ oplevert. Daartegen pleit ten eerste dat de effecten onvoorwaardelijk aan de zekerheidsnemer in eigendom worden overgedragen. Daarnaast is de zekerheidsnemer niet verplicht om identieke effecten terug over te dragen, maar hij kan volstaan met de overdracht van een gelijke hoeveelheid effecten van dezelfde soort. Bovendien mag de zekerheidsnemer vrij beschikken over de tot zekerheid overgedragen effecten. Ten slotte is de zekerheidsnemer niet verplicht om, wanneer de zekerheidsgever in verzuim is, de in zekerheid gegeven effecten executoriaal te verkopen, maar vindt close-out-netting plaats: de verplichting tot levering van gelijkwaardige effecten wordt omgezet in de betaling van een geldsom en wordt verrekend met de verzekerde verplichting.

⁹¹ HR 19 mei 1995, *NJ* 1996/119, r.o. 3.4.4.

⁹² Zie over de ‘bijzondere omstandigheden-regel’ uitgebreid Rongen 2012, nr. 691 en 692.

⁹³ In de praktijk werd ter bestrijding van het art. 3:84 lid 3 BW-risico wel gebruik gemaakt van de constructie van een subsidiair pandrecht. Dat houdt in dat een pandrecht op effecten wordt gevestigd indien de eigendom van de effecten niet op de verkrijger is overgegaan ten gevolge van art. 3:84 lid 3 BW. Zie daarover Rank 1998b, p. 408 e.v. met verdere verwijzingen.

⁹⁴ Zie hierover onder meer Rank 1998b, p. 402 e.v., Jansen & Struycken (GS Vermogensrecht), art. 3:84 BW, aant. 33 en Keijser 2006, p. 147 e.v. met verdere verwijzingen.

Aan de andere kant zijn er aanwijzingen dat een overdracht tot zekerheid uit hoofde van een *repurchase agreement* wel in strijd komt met art. 3:84 lid 3 BW. Close-out-netting zou neerkomen op verhaal door middel van verrekening, waarbij eventuele overwaarde betrokken wordt in de berekeningen en ten goede komt aan de zekerheidsgever. In het bijzonder werd in de literatuur in twijfel getrokken of de overdracht van aanvullende zekerheden op grond van *margin maintenance*-clausules (*margin transfers*) de toets van art. 3:84 lid 3 BW kon doorstaan, omdat de titel voor de overdracht van aanvullende zekerheden niet koop is (zoals bij de initiële overdracht van effecten op grond van *repurchase agreements* het geval is), maar enkel of dan toch in ieder geval zekerheidsstelling.⁹⁵

Ik acht de kans klein dat een rechter tot het oordeel zou komen dat een overdracht uit hoofde van een *repurchase agreement* een ‘overdracht ten titel van verhaal’ is.⁹⁶ In essentie gaat het erom of partijen hebben beoogd een met een pandrecht vergelijkbaar zekerheidsrecht in het leven te roepen.⁹⁷ In dat geval is er volgens de Hoge Raad sprake van een ‘overdracht ten titel van verhaal’, die door art. 3:84 lid 3 BW wordt getroffen. Daarvan is hier echter geen sprake. Het belangrijkste argument daarvoor is dat de zekerheidsnemer vrijelijk over de in zekerheid gegeven girale activa mag beschikken. Dit wijst erop dat partijen niet enkel beogen om zekerheid te verschaffen, wat het wezenlijke kenmerk van een pandrecht is, maar beogen de girale activa zonder beperking op de zekerheidsnemer te doen overgaan, hetgeen kenmerkend is voor een ‘werkelijke overdracht’. Dit geldt ook voor aanvullende zekerheden die op grond van *margin maintenance*-clausules zijn overgedragen tot zekerheid.

Daarnaast leidt het *enkele* feit dat de zekerheidsnemer verplicht is om het overschot te doen toekomen aan de zekerheidsgever, naar mijn mening niet tot het oordeel dat er geen sprake is van een ‘werkelijke overdracht’. Dit zou alleen anders zijn wanneer de zekerheidsnemer óók verplicht zou zijn ‘het hem overgedragen goed te gelde te maken ten einde zich uit de opbrengst daarvan te bevredigen’. Daarvan is echter geen sprake bij een *repurchase agreement*. Ingevolge close-out-netting worden de verplichtingen van partijen beëindigd en omgezet in de betaling van één nettobedrag. Het in zekerheid gegeven goed kan dus verblijven bij de zekerheidsnemer.

Overigens moet bij het bovenstaande de kanttekening worden geplaatst dat voor zover het zekerheidsobject bestaat uit giraal geld, deze discussie niet relevant is. Hierboven kwam reeds aan de orde dat giraal geld niet wordt overgedragen,

95 Zie Klein in zijn NJ-noot onder het *Sogelease*-arrest, sub 4.

96 Vgl. Rongen 2012, nr. 709 en Keijser 2006, p. 149.

97 Vgl. Wibier 2008: ‘Waar het bij het fiduciaverbod in de eerste plaats om gaat is te voorkomen dat de rechter wanneer sprake is van een overdracht van een goed, het recht van de verkrijger gaat relativeren omdat de transactie een economische achtergrond heeft waarbij de overdragende partij (economisch) belanghebbende blijft bij het overgedragen goed. Daarnaast blijkt uit het *Sogelease*-arrest dat *hij die een pandrecht, dat wil zeggen een verhaalrecht, wenst zich ook daadwerkelijk van de pandfiguur moet bedienen.*’ [cursivering JD]. Zie uitvoerig over de mogelijke interpretaties die aan het *Sogelease*-arrest kunnen worden gegeven Rongen 2012, nr. 671 e.v.

maar wordt overgeboekt.⁹⁸ Een overboeking is geen overdracht in de zin van art. 3:84 BW. Mitsdien is art. 3:84 lid 3 BW en de rechtspraak daaromtrent niet van toepassing op de overboeking van giraal geld. Ook wat betreft effecten kan in twijfel worden getrokken of de bijschrijving in de zin van art. 17 Wge een levering conform art. 3:84 lid 1 BW is.⁹⁹ Wanneer de bijschrijving van effecten geen levering is, is ook in dat geval de toepasselijkheid van art. 3:84 lid 3 BW uitgesloten.

8.4.3.4 HET REPO-WETJE

Teneinde de bovenstaande discussie te beslechten, is in 1998 een nieuw artikel aan de Wet toezicht effectenverkeer 1995 (hierna: Wte 1995) – de voorloper van de huidige Wft – toegevoegd: art. 2a.¹⁰⁰ Dat artikel – dat ook wel wordt aangeduid als het ‘repo-wetje’ – bepaalt dat

‘de omstandigheid dat de koper van effecten zich bij de koop heeft verbonden tot een latere overdracht van een gelijke hoeveelheid effecten van dezelfde soort aan de verkoper, niet met zich brengt dat die koop, in strijd met artikel 3:84 lid 3 BW, ten doel heeft de effecten over te dragen tot zekerheid of de strekking mist de effecten na de overdracht in het vermogen van de koper te doen vallen, tenzij de effecten na de levering in handen van de verkoper blijven.’

De reden voor deze wetswijziging was, kort samengevat, het tegengaan van de negatieve gevolgen voor de Nederlandse kapitaalmarkten ten gevolge van de bestaande rechtsonzekerheid.¹⁰¹ Onzekerheid over de vraag of een *repurchase agreement* door het *Sogelease*-arrest zou worden gesauveerd, zou volgens de Memorie van Toelichting in de weg kunnen staan aan de ontwikkeling van een ‘Nederlandse markt voor repo-contracten’. Bovendien zouden *repurchase agreements* na invoering van de euro worden ingezet door het Eurosysteem ter uitoefening van zijn monetaire taken. Ook met het oog daarop was de invoering van deze bepaling volgens de wetgever wenselijk. Hij wijst ten slotte op vergelijkbare wetgeving in België en Frankrijk. Omdat het gaat om een ‘specifiek op de effectenhandel gerichte voorziening’, werd gekozen om de materie te regelen door middel van wijziging van de Wte 1995 en niet het BW.¹⁰²

De wijze waarop art. 2a Wte 1995 is geformuleerd, is merkwaardig. In wezen staat er dat een overdracht in strijd met art. 3:84 lid 3 BW geen overdracht tot zekerheid is. Dat is even curieus als te beweren dat een rode auto niet rood is. Rank heeft bovendien terecht opgemerkt dat men zich bij de formulering van de bepaling als een algemeen geldend gebod kan afvragen of het ‘aan de wetgever is om op deze manier een interpretatie aan zijn eigen wetten te geven’.¹⁰³ Dezelfde kritiek is in de literatuur geuit op art. 7:55 BW dat is ingevoerd ter

⁹⁸ Zie daarover § 5.2.3.1.

⁹⁹ Zie daarover § 5.2.3.2.

¹⁰⁰ Voor invoering van een dergelijke uitzondering is gepleit door Rank in zijn Nijmeegse oratie, zie Rank 1997, p. 42-43. Met de implementatie van de Collateral Richtlijn is dit artikel vervangen door art. 7:55 BW. Zie hierover § 8.6.3.

¹⁰¹ *Kamerstukken II* 1997/98, 26 124, nr. 3, p. 5-6.

¹⁰² *Kamerstukken II* 1997/98, 26 124, nr. 3, p. 7.

¹⁰³ Rank 1998b, p. 417.

implementatie van art. 6 Collateral Richtlijn en art. 2a Wte 1995 vervangt. Dat artikel is eveneens geformuleerd als een dwingend interpretatievoorschrift. Art. 7:55 BW en de kritiek daarop komt aan de orde in § 8.6.3.2.

De wetgever heeft uitdrukkelijk geen uitzondering op art. 3:84 lid 3 BW in het leven willen roepen met art. 2a Wte 1995, maar enkel willen *bevestigen* dat *repurchase agreements* niet zijn blootgesteld aan het art. 3:84 lid 3 BW-risico.¹⁰⁴ Deze benadering kan het gevolg zijn van de vrees voor a contrario-redeneringen: door art. 2a Wte als een uitzondering op art. 3:84 lid 3 BW te formuleren, had de indruk kunnen ontstaan dat *repurchase agreements* vóór invoering van dat artikel wel op grond van art. 3:84 lid 3 BW ongeldig waren.

In tegenstelling tot de Belgische ‘*safe harbour*’ – art. 23 tot en met 26 Wet Overheidseffecten – valt de overdracht van girale activa uit hoofde van *securities lending agreements* en ter verzekering van verplichtingen voortvloeiende uit derivatenovereenkomsten bij een letterlijke interpretatie niet onder art. 2a Wte 1995. Evenmin dekken de bewoordingen van art. 2a Wte 1995 *margin transfers*.¹⁰⁵ De wetgever heeft getracht dit te ondervangen door in een brief in aanvulling op de Nota naar aanleiding van het verslag uitdrukkelijk aan te geven dat ook *margin transfers* onder art. 2a Wte 1995 vallen.¹⁰⁶ In de Nota naar aanleiding van het verslag wordt bovendien aangegeven dat de ‘effectenlening’ (*securities lending agreement*) een variant van een repo is en deze onder het bereik van art. 2a Wte 1995 valt indien de overdracht plaatsvindt onder de titel koop.¹⁰⁷ Het is echter maar de vraag of deze opmerkingen van de Minister het probleem (dat de bewoordingen van art. 2a Wte 1995 enkel op *repurchase agreements* zien) daadwerkelijk oplossen.

8.4.3.5 CONCLUSIE

Art. 3:84 lid 3 BW bepaalt dat ‘een rechtshandeling die ten doel heeft een goed over te dragen tot zekerheid’ geen geldige titel voor overdracht van dat goed is. De reikwijdte van het zogenaamde ‘fiduciaverbod’ is door de Hoge Raad zodanig ingeperkt, dat het risico zeer klein is dat een overdracht uit hoofde van een *repurchase agreement*, *securities lending agreement* of zekerheidsarrangement in het kader van derivatenovereenkomsten ongeldig is op grond van dat artikel.

Desalniettemin is er onzekerheid blijven bestaan over de geldigheid van de overdracht tot zekerheid van girale activa. Om een einde te maken aan deze onzekerheid, is een nieuw artikel aan de Wte 1995 toegevoegd. Dat artikel bepaalt dat een overdracht uit hoofde van een *repurchase agreements* ‘niet met zich brengt dat die koop, in strijd met artikel 3:84 lid 3 BW, ten doel heeft de

¹⁰⁴ *Kamerstukken II* 1997/98, 26 124, nr. 3, p. 7.

¹⁰⁵ Rank 1998b, p. 413-414. Art. 25bis Wet Overheidseffecten bepaalt uitdrukkelijk dat ook *margin transfers* geldig en tegenwerpelijk zijn aan derden.

¹⁰⁶ *Kamerstukken II* 1998/99, 26 124, nr. 7.

¹⁰⁷ *Kamerstukken II* 1998/99, 26 124, nr. 5, p. 3. Een *securities lending agreement* kwalificeert naar Nederlands recht doorgaans echter als verbruikleen, zodat het niet onder de reikwijdte van art. 2a Wte 1995 zou vallen.

effecten over te dragen tot zekerheid of de strekking mist de effecten na de overdracht in het vermogen van de koper te doen vallen'. Evenals het Belgische recht bevatte het Nederlandse recht dus reeds vóór implementatie van de Collateral Richtlijn een '*safe harbour*' voor de overdracht tot zekerheid van girale activa, al was de Nederlandse '*safe harbour*' beperkt tot *repurchase agreements*.

8.4.4 Engels recht

8.4.4.1 DE OVERDRACHT TOT ZEKERHEID NAAR ENGELS RECHT: MORTGAGE EN OUTRIGHT TRANSFER

Het Engelse recht maakt een onderscheid tussen de *mortgage* en de *outright transfer*.¹⁰⁸ Een *mortgage* is een overdracht die geschiedt onder de voorwaarde dat de goederen aan de zekerheidsgever worden terugovergedragen wanneer hij de verzekerde verplichtingen heeft voldaan. De aanspraak van de zekerheidsgever op terugoverdracht op deze goederen – de *equity of redemption* – heeft, zoals eerder aan de orde kwam, een goederenrechtelijk karakter.¹⁰⁹

De *mortgage* en *outright transfer* hebben gemeen dat er in beide gevallen sprake is van een *transfer of ownership*. Het verschil is dat bij een *mortgage* de overdracht plaatsvindt onder de voorwaarde dat de zekerheidsnemer de in zekerheid gegeven goederen terugoverdraagt wanneer de zekerheidsgever de verzekerde verplichting heeft voldaan. De zekerheidsnemer verkrijgt dus een recht dat aan de *equity of redemption* van de zekerheidsgever is onderworpen. Typerend voor een *outright transfer* is dat goederen *volledig* aan de zekerheidsnemer worden overgedragen. Dit betekent dat de *transferee*, in tegenstelling tot de *mortgagee*, vrij over de goederen kan beschikken. Eerstgenoemde is slechts verplicht op het moment dat de zekerheidsgever zijn verplichtingen jegens hem voldoet, gelijkwaardige goederen over te dragen. Er bestaat voor de *transferee* dus niet de verplichting om de goederen die in zekerheid zijn gegeven, te retourneren. Een *outright transfer* creëert anders gezegd geen *equity of redemption* voor de zekerheidsgever. De zekerheidsgever heeft een persoonlijke aanspraak op terugoverdracht van gelijkwaardige goederen wanneer hij zijn verplichtingen jegens de zekerheidsnemer heeft voldaan.

Het verschil tussen een *security transfer* en de *outright transfer* wordt zichtbaar wanneer de zekerheidsnemer insolvent raakt. Indien de *mortgagor* overgaat tot betaling van de verzekerde verplichting, groeit zijn *equity of redemption* weer uit tot 'volledige' eigendom van de in zekerheid gegeven goederen. Eventuele overwaarde die besloten ligt in die goederen komt daarmee aan de zekerheidsgever toe. Bij een *outright transfer* ligt dit anders. De zekerheidsgever kan wellicht zijn vordering tot overdracht van gelijkwaardige goederen wegstrepen tegen zijn verplichtingen jegens de zekerheidsnemer, maar met betrekking tot een eventueel restant – de overwaarde – heeft de zekerheidsgever slechts een

¹⁰⁸ Beale e.a. 2012, nr. 4.01 e.v.

¹⁰⁹ Zie § 5.2.4.1.

persoonlijke aanspraak.¹¹⁰ Met andere woorden: de *transferor* loopt een insolventierisico op de *transferee*, terwijl een *mortgagor* dat risico in beginsel niet loopt.

8.4.4.2 HET RECHARACTERISATION RISK

Het Engelse recht stelt geen beperkingen aan de goederenrechtelijke (zekerheids)-rechten die in het leven geroepen kunnen worden. *Recharacterisation* kan gezien worden als een grens die het Engelse recht stelt aan de vrijheid om goederenrechtelijke rechten in het leven te roepen. Beale omschrijft *recharacterisation* als:

*'the process whereby the parties have characterized a transaction as creating one sort of interest and a court characterizes that transaction as creating a different sort of interest.'*¹¹¹

Recharacterisation bestaat uit twee stappen. De eerste stap in het proces is om aan de hand van de overeenkomst te bepalen welk rechten en verplichtingen in het leven worden geroepen.¹¹² Nadat is vastgesteld wat de rechten en verplichtingen van partijen zijn, moet *'the legal effect of what they have agreed'* worden vastgesteld.¹¹³ Dit is de tweede stap in het proces. Dit oordeel is niet afhankelijk van de partijbedoeling, maar is *'a matter of law'*. Partijen kunnen een goederenrechtelijk zekerheidsrecht bijvoorbeeld aanduiden als een *absolute interest*, maar de rechter zal daar alleen in meegaan wanneer dat is wat partijen ook tot stand gebracht hebben. Wanneer de rechter meent dat de rechten en verplichtingen van partijen geen *absolute interest* opleveren, zal hij het door partijen beoogde recht 'herkwalificeren' als een *security interest*. Het gaat er met andere woorden om dat de overeenkomst geen *'sham'* en *'internally consistent'* is.¹¹⁴ Wanneer dat het geval is, hoeven partijen niet voor *recharacterisation* te vrezen.

De twee belangrijkste voorbeelden van *recharacterisation* zijn de 'herkwalificatie' van een *outright transfer* als een *mortgage* en de 'herkwalificatie' van een *fixed charge* als een *floating charge*.¹¹⁵ Het meest verstrekkende gevolg van *recharacterisation* is dat het zekerheidsrecht ongeldig is bij insolventie van de zekerheidsgever omdat geen registratie heeft plaatsgevonden en daarmee niet aan het voor het *security interest* voorgeschreven *perfection requirement* is voldaan. Daarnaast heeft *recharacterisation* van een *outright transfer* in een *security interest* tot gevolg dat *'if an interest is enforced, the grantor will have a proprietary interest in any surplus proceeds and any restriction on its right to redeem the mortgage or charged assets may be challengeable'*.¹¹⁶

¹¹⁰ Zie Beale e.a. 2012, nr. 4.29.

¹¹¹ Zie Beale e.a. 2012, nr. 4.15.

¹¹² Zie Beale e.a. 2012, nr. 4.16 en Goode/Gullifer 2013, nr. 1.36.

¹¹³ Goode/Gullifer 2013, nr. 1.36.

¹¹⁴ Aldus Beale e.a. 2012, nr. 4.16 en 4.19.

¹¹⁵ Zie Beale e.a. 2012, nr. 4.15. De positie van de *fixed charge holder* is sterker bij insolventie van de *chargor* dan die van een *floating charge holder*, zie daarover Goode/Gullifer 2013, nr. 4.10.

¹¹⁶ Goode/Gullifer 2013, nr. 1.36. Zie over de gevolgen van *recharacterisation* tevens Beale e.a. 2012, nr. 4.15 en Benjamin 2001, nr. 6.47 e.v.

8.4.4.3 HET RECHARACTERISATION RISK BIJ DE OVERDRACHT TOT ZEKERHEID VAN GIRALE ACTIVA

De vraag rijst of een overdracht van girale activa uit hoofde van *repurchase agreements*, *securities lending agreements* en zekerheidsarrangementen in het kader van derivatenovereenkomsten ‘geherkwalificeerd’ wordt als een beperkt zekerheidsrecht (*mortgage*). In de Engelse literatuur wordt het *recharacterisation risk* in deze gevallen zeer klein geacht of zelfs geheel uitgesloten.¹¹⁷

De reden daarvoor is dat er bij een overdracht van girale activa uit hoofde van *repurchase agreements*, *securities lending agreements* en zekerheidsarrangementen in het kader van derivatenovereenkomsten sprake is van een *outright transfer* die zich op drie punten onderscheidt van een beperkt zekerheidsrecht (*mortgage*). Ten eerste is de zekerheidsnemer bevoegd om vrij te beschikken over de in zekerheid gegeven effecten. Bij een *security interest* is die bevoegdheid daarentegen beperkt tot het geval dat de zekerheidsgever in verzuim is. Ten tweede is de zekerheidsnemer niet verplicht de in zekerheid gegeven girale activa terug over te dragen aan de zekerheidsgever. Ook dit duidt erop dat er geen sprake is van een *security interest*. De overdracht van gelijkwaardige goederen is namelijk onverenigbaar met een *security interest* omdat zij erin resulteert dat de zekerheidsgever geen *right of redemption* meer heeft. Ten derde wijst de aanwezigheid van close-out-netting-bepalingen erop dat er sprake geen sprake is van een *security interest*. Een close-out-netting-bepaling zou namelijk een beperking zijn van (een *clog on*) het *right of redemption* van de zekerheidsgever (en daarom ongeldig) zijn.

Benjamin wijst erop dat er geen *recharacterisation risk* is wanneer gebruik wordt gemaakt van de door Engels recht beheerste standaarddocumentatie voor financiëlezekerheidsarrangementen zoals de GMRA en GMSLA.¹¹⁸ Echter, wanneer deze documentatie wordt gewijzigd of arrangementen worden aangaan die met die documentatie conflicteren, neemt het *recharacterisation risk* toe. Benjamin geeft het volgende voorbeeld:

*‘For example, the collateral giver may wish to restrict the ability of the collateral taker to remove the (interests in) securities from a particular account or to reserve an absolute right to withdraw (interests in) securities from the account.’*¹¹⁹

Dergelijke afspraken kunnen leiden tot een verhoogd *recharacterisation risk* omdat het toekennen van dergelijke bevoegdheden aan de zekerheidsgever erop wijst dat hij een *‘proprietary interest in the collateral (interests in) securities’* behoudt.

¹¹⁷ Zie Beale e.a. 2012, nr. 4.29, Goode/Gullifer 2013, nr. 1.41, 3.08 en 6.30 en Benjamin 2001, nr. 6.53 e.v.

¹¹⁸ Benjamin 2001, nr. 6.56.

¹¹⁹ *Idem*.

8.4.4.4 CONCLUSIE

Het Engelse recht maakt een onderscheid tussen de *mortgage* en de *outright transfer*. Hoewel in beide gevallen een *transfer of ownership* plaatsvindt, is een *mortgage* een *security interest*. Het verschil tussen beide is dat de *mortgagor* een goederenrechtelijke aanspraak op de overwaarde heeft; de *transferor* (zekerheidsgever) heeft bij insolventie van de *transferee* (zekerheidsnemer) daarentegen slechts een concurrente vordering tot betaling van de overwaarde.

Een Engelse rechter kan een *outright transfer* ‘herkwalificeren’ als een *mortgage*. Dit wordt het *recharacterisation risk* genoemd. Het meest verstrekkende gevolg daarvan is dat de zekerheid ongeldig is bij insolventie van de zekerheidsgever omdat geen registratie heeft plaatsgevonden en daarmee niet aan het voor de *mortgage* voorgeschreven *perfection requirement* is voldaan. De rechter zal dit niet doen zolang de overeenkomst geen ‘*sham*’ en ‘*internally consistent*’ is. Het *recharacterisation risk* wordt zeer klein geacht bij de overdracht van girale activa uit hoofde van een GMRA, GMSLA of een ISDA Credit Support Document.

8.5 Art. 6 Collateral Richtlijn

Art. 6 lid 1 Collateral Richtlijn bepaalt dat ‘de lidstaten [dienen te] bewerkstelligen dat een financiëlezekerheidsovereenkomst die leidt tot overdracht van eigendom/gerechtigdheid overeenkomstig de daarin vervatte bepalingen rechtsgevolg kan hebben’. De lidstaten zijn dus verplicht de geldigheid van financiëlezekerheidsarrangementen tot overdracht te waarborgen.

Blijkens de toelichting op art. 6 Collateral Richtlijn is het doel van dit artikel het tegengaan van het *recharacterisation risk*:

‘Dit artikel verplicht de lidstaten ertoe de geldigheid te erkennen van overeenkomsten in de vorm van een eigendomsoverdracht, met inbegrip van repo’s, en sluit de mogelijkheid uit dat dergelijke overeenkomsten in overeenkomsten in de vorm van een zakelijk zekerheidsrecht worden omgezet. In gevallen waarin de vereisten voor de derdenwerking van een repo verschillend zijn van de vereisten voor de derdenwerking van een zakelijk zekerheidsrecht, zou omzetting immers tot gevolg hebben dat aan laatstgenoemde vereisten niet is voldaan en dus dat de gehele zekerheidsovereenkomst nietig is. Artikel [6] neemt dit risico weg door uitdrukkelijk te bepalen dat omzetting van overeenkomsten die de vorm van een eigendomsoverdracht aannemen, niet is toegestaan.’¹²⁰

In overweging 13 van de considerans wordt eveneens de nadruk gelegd op het uitbannen van het ‘herkwalificatierisico’:

‘Deze richtlijn beoogt de geldigheid van financiëlezekerheidsovereenkomsten die uitgaan van de volledige overdracht van de eigendom van/gerechtigdheid tot de als zekerheid verschaft

¹²⁰ Toelichting EC, p. 10.

financiële activa te beschermen, zoals door middel van het elimineren van het herkwalficeren van dergelijke financiëlezekerheidsovereenkomsten (waaronder retrocessieovereenkomsten) tot zekerheidsstellingen.’

Het doel van art. 6 Collateral Richtlijn is dus te voorkomen dat een *outright transfer* (‘volledige’ overdracht) wordt geherkwalficeerd als een beperkt zekerheidsrecht, met als gevolg dat het beperkte zekerheidsrecht ongeldig of nietig is, omdat niet aan de vereisten voor derdenwerking van het beperkte zekerheidsrecht (*perfection requirements*) is voldaan. De lidstaten zijn er dus toe verplicht om het *recharacterisation risk* uit te bannen.

Zoals in § 8.3 aan de orde kwam, zijn er echter jurisdicties, zoals het Duitse en Nederlandse recht, die het *recharacterisation risk* niet kennen. Dit roept de vraag op waartoe art. 6 Collateral Richtlijn die jurisdicties verplicht. Betoogd kan worden dat deze jurisdicties op grond van art. 6 Collateral Richtlijn verplicht zijn om de geldigheid van vormen van overdracht tot zekerheid te waarborgen die gelijkgesteld kunnen worden aan een *outright transfer*. Daarbij kan gedacht worden aan de *uneingeschränkte Vollrechtsübertragung* in het Duitse recht en de ‘werkelijke overdracht’ in het Nederlandse recht. In deze benadering verplicht art. 6 Collateral Richtlijn de lidstaten er dus niet toe om de geldigheid van fiduciaire vormen van overdracht tot zekerheid, zoals de *Sicherungsübertragung* naar Duits recht en de fiduciaire overdracht naar Nederlands recht, te erkennen.

Een argument voor deze stelling is te vinden in de definitie van de financiële-zekerheidsovereenkomst tot overdracht in art. 2 lid 1 sub b Collateral Richtlijn en overweging 13 van de considerans. Hierin wordt gesproken van een ‘volledige overdracht’ (in het Engels: ‘*transfer of full ownership*’) van girale activa. Onder een *transfer of full ownership* valt in ieder geval niet een *mortgage* omdat in dat geval de zekerheidsgever een *equity of redemption* heeft. In lijn daarmee kan betoogd worden dat fiduciaire vormen van overdracht, die functioneel gelijkgesteld kunnen worden aan een *mortgage* (de *Sicherungsübertragung* en de fiduciaire overdracht), evenmin onder het begrip ‘volledige overdracht’ vallen.¹²¹

Rongen acht het onwaarschijnlijk dat de opstellers van de Collateral Richtlijn beoogd hebben de fiduciaire zekerheidsoverdracht, welke figuur in sommige rechtsstelsels binnen de EU erkend is en veelvuldig toegepast wordt, van de werkingssfeer van de richtlijn uit te sluiten. Hij meent daarom dat art. 6 Collateral Richtlijn ook verplicht de geldigheid van fiduciaire zekerheidsoverdrachten te garanderen.¹²² Volgens hem houdt ‘het herkwalficatieverbod (...) dan mede in dat ook een fiduciaire zekerheidsoverdracht moet worden erkend en dat zij effect moet worden gegeven overeenkomstig de door partijen in de fzo overeengekomen voorwaarden’.¹²³

121 Vgl. Rongen 2012, nr. 724.

122 Rongen 2012, nr. 724.

123 *Idem*.

Daartegen spreekt dat de Collateral Richtlijn in het algemeen en art. 6 Collateral Richtlijn in het bijzonder primair tot doel heeft om de geldigheid van de in hoofdstuk 2 besproken financiële zekerheidsarrangementen tot overdracht – *repurchase agreements*, *securities lending agreement* en zekerheidsarrangementen in het kader van derivatenovereenkomsten – te garanderen, waarbij juist géén sprake is van een vorm van fiduciaire overdracht van girale activa. In dat verband kan gewezen worden op de verwijzing naar *repurchase agreements* in de definitie van ‘financiële zekerheidsovereenkomst tot overdracht’.¹²⁴ Bij *repurchase agreements* gaat het om de overdracht tot zekerheid van effecten waarbij gelijksoortige – en dus niet dezelfde effecten – worden teruggekocht en op termijn geleverd aan de zekerheidsgever.¹²⁵ Dientengevolge is de zekerheidsnemer geheel vrij om over de in zekerheid gegeven effecten te beschikken. Hij is met andere woorden niet slechts ‘fiduciair’ rechthebbende, maar ‘volledig’ rechthebbende.¹²⁶ In dat verband kan gewezen worden op de oorspronkelijke versie van art. 6 Collateral Richtlijn, dat de lidstaten er uitdrukkelijk toe verplicht de overdracht tot zekerheid van girale activa waarbij de zekerheidsnemer verplicht is *gelijkwaardige* girale activa over te dragen, te erkennen:

‘Wanneer een financiële zekerheidsovereenkomst bepaalt dat de eigendom van de financiële zekerheden bij de levering of de betaling op de zekerheidsnemer overgaat mits deze gelijkwaardige zekerheden levert, erkennen de lidstaten dat de eigendom van de financiële zekerheden op de zekerheidsnemer overgaat op de wijze die in de overeenkomst is bepaald.’¹²⁷

De zienswijze dat art. 6 Collateral Richtlijn de lidstaten er niet toe verplicht om de geldigheid van fiduciaire vormen van overdracht tot zekerheid te erkennen, leidt echter tot een ongerijmdheid. Naar Engels recht kan de *mortgage*, welk zekerheidsrecht veel overeenkomsten vertoont met de continentale fiduciaire vormen van zekerheidsoverdracht, onder de definitie van financieelzekerheidsarrangement tot vestiging van een beperkt zekerheidsrecht worden gebracht. Een dergelijke financiële zekerheidsovereenkomst wordt in de richtlijn omschreven als:

‘een overeenkomst op grond waarvan een zekerheidsverschaffer financiële activa als zekerheid verschaft tot vestiging van een zakelijk zekerheidsrecht aan of ten gunste van een zekerheidsnemer, en waarbij de zekerheidsverschaffer volledig of gekwalificeerd eigenaar blijft van of ten volle gerechtigd blijft tot de als zekerheid verschafte financiële activa wanneer het zakelijk zekerheidsrecht wordt gevestigd.’¹²⁸

In lijn daarmee bepaalt reg 3 FCAR dat onder een *security financial collateral arrangement* niet alleen een *pledge*, *lien* en *charge*, maar ook *mortgage* verstaan

¹²⁴ Vgl. Rongen 2012, nr. 724.

¹²⁵ Zie daarover § 2.3.2.

¹²⁶ Vgl. de definitie van ‘financiële zekerheidsovereenkomst tot overdracht’ in art. 2 lid 1 sub b Collateral Richtlijn: ‘Een overeenkomst, inclusief retrocessieovereenkomsten, op grond waarvan een zekerheidsverschaffer *de volledige eigendom van of de volledige gerechtigdheid tot* als zekerheid verschafte financiële activa overdraagt aan een zekerheidsnemer teneinde de nakoming van de betrokken financiële verplichtingen te waarborgen of anderszins af te dekken.’ [cursivering JD].

¹²⁷ Art. 7 Ontwerprichtlijn.

¹²⁸ Art. 2 lid 1 sub c Collateral Richtlijn.

moet worden. De *Sicherungsübertragung* naar Duits recht en de fiduciaire overdracht naar Nederlands recht kunnen echter niet onder de bovenstaande definitie worden gebracht omdat ten gevolge van de overdracht de *zekerheidsnemer* rechthebbende wordt van de tot zekerheid overdragen girale activa en dus niet, zoals de bovenstaande definitie vereist, de *zekerheidsgever* rechthebbende blijft.¹²⁹ De zienswijze dat art. 6 Collateral Richtlijn het Duitse en Nederlandse recht slechts verplicht tot erkenning van niet-fiduciaire vormen van zekerheids-overdracht, leidt daarom tot de ongerijmdheid dat de *mortgage* wel binnen de werkingssfeer van de Collateral Richtlijn (althans de toepasselijke implementatiewetgeving) valt, maar fiduciaire vormen van zekerheidsoverdracht naar Duits en Nederlands recht niet.

Ik acht het, gezien het met art. 6 Collateral Richtlijn beoogde doel, het meest waarschijnlijk dat de Collateral Richtlijn enkel verplicht tot erkenning van niet-fiduciaire vormen van overdracht tot zekerheid. De zojuist besproken ongerijmdheid is een consequentie van feit dat art. 6 Collateral Richtlijn een oplossing geeft voor een in oorsprong Engelsrechtelijk probleem. Het enkele feit dat de Collateral Richtlijn daarmee niet goed aansluit bij civil law-jurisdicties (omdat fiduciaire vormen van zekerheidsoverdracht niet onder de definitie van financiëlezekerheidsovereenkomst tot vestiging van een beperkt zekerheidsrecht kunnen worden gebracht), is op zichzelf mijns inziens geen reden om een andere uitleg te geven aan art. 6 Collateral Richtlijn.

Opmerking verdient dat de uiteindelijke verschillen tussen deze twee interpretaties minder groot zijn dan dat op het eerste gezicht het geval lijkt. Ten eerste omdat de overdracht van girale activa in de financiële praktijk veelal plaatsvindt uit hoofde van *repurchase agreements*, *securities lending agreements* en derivatenovereenkomsten en het in geen van deze gevallen om een fiduciaire overdracht gaat. Voor de financiële praktijk is het dus voornamelijk van belang dat de geldigheid van ‘volledige’ overdrachten wordt gegarandeerd. Ten tweede wordt de soep niet zo heet gegeten als zij wordt opgediend omdat de nationale wetgever de werking van art. 6 Collateral Richtlijn óók van toepassing mag verklaren op de fiduciaire overdracht. Het staat de lidstaten namelijk vrij om een ruimere uitvoering te geven aan de richtlijn dan waartoe die richtlijn verplicht.¹³⁰ Dit is bijvoorbeeld gebeurd bij implementatie van art. 6 Collateral Richtlijn in het Belgische recht. Art. 12 WFZ erkent ‘eigendomsoverdrachten van financiële instrumenten, van contanten of van bankvorderingen die worden verricht om verbintenissen te waarborgen en die een verbintenis van de overnemer inhouden om de overgedragen financiële instrumenten, contanten of bankvorderingen, of gelijkwaardige instrumenten of waarden, terug over te dragen’ [cursivering JD]. Naar Belgisch recht worden dus zowel de geldigheid en tegenwerpelijke van de overdracht tot zekerheid waarbij een oneigenlijke restitutieplicht bestaat (een ‘volledige’ overdracht) als die waarbij een eigenlijke restitutieplicht bestaat, gewaarborgd. De implementatie van art. 6 Collateral Richtlijn in het Belgische recht evenals de omzetting van de richtlijn in het

¹²⁹ Zie daarover § 8.4. Zie tevens Rongen 2012, nr. 724.

¹³⁰ Zie daarover nader § 4.3.2.6. Keus 2010, p. 43 duidt dit aan als ‘spontane doorharmonisatie’.

Duitse, Nederlandse en Engelse recht is het onderwerp van de volgende paragraaf.

8.6 Implementatie van art. 6 Collateral Richtlijn

8.6.1 Belgisch recht

Zoals in § 8.4.1.3 aan de orde kwam, bestond er in het Belgische recht reeds voor invoering van de Collateral Richtlijn bijzondere wetgeving die de geldigheid van de overdracht tot zekerheid van girale activa tot zekerheid waarborgde.¹³¹ Strikt genomen was het daarom niet noodzakelijk om art. 6 Collateral Richtlijn te implementeren. Desalniettemin heeft de Belgische wetgever gekozen voor intrekking van art. 23 tot en met 26 Wet Overheidseffecten onder invoering van art. 12 en 13 WFZ.

Art. 12, § 1, eerste zin WFZ, dat de plaats van art. 25bis Wet Overheidseffecten inneemt, bepaalt dat voorschriften uit het Burgerlijk Wetboek en het Wetboek van Koophandel inzake pand niet van toepassing zijn op

‘de eigendomsoverdrachten van financiële instrumenten, van contanten of van bankvorderingen die worden verricht om verbintenissen te waarborgen en die een verbintenis van de overnemer inhouden om de overgedragen financiële instrumenten, contanten of bankvorderingen, of gelijkwaardige instrumenten of waarden, terug over te dragen, behalve wanneer de gewaarborgde verbintenis helemaal niet of slechts gedeeltelijk wordt uitgevoerd.’

Hetzelfde geldt op grond van art. 12, § 1, tweede zin WFZ voor *margin transfers* en substitutie van zekerheden van de oorspronkelijk overgedragen activa door nieuwe financiële instrumenten, andere contanten of bankvorderingen. Art. 12, § 1 WFZ verhindert dat een overdracht tot zekerheid van girale activa geconverteerd kan worden in een pandrecht.¹³² Op grond van art. 12, § 2 WFZ is een overdracht op grond van het eerste lid ‘geldig en aan derden tegenstelbaar (...) niettegenstaande een insolventieprocedure, het beslag of enig ander geval van samenloop tussen de schuldeisers van één van de partijen bij deze overeenkomsten’. Deze bepaling sluit uit dat een rechter de overdracht tot zekerheid niet tegenwerpelijk aan derden verklaard vanwege strijd met het *numerus clausus*- en gelijkheidsbeginsel.¹³³

Art. 12, § 2 WFZ bepaalt voorts dat de zekerheidsnemer beschikt over ‘de prerogatieven die uit de eigendom voortvloeien en die inzonderheid de vervreemding van de activa waarop die overdrachten betrekking hebben, of de saldering van de desbetreffende schuldvorderingen mogelijk maken’. Wanneer men deze bepaling letterlijk interpreteert, is de zekerheidsnemer op grond van dit artikel bevoegd om vrij over de girale activa te beschikken.¹³⁴ Uit de par-

¹³¹ Art. 23 tot en met 26 Wet Overheidseffecten.

¹³² Zie Peeters 2005, nr. 34.

¹³³ Zie Peeters 2005, nr. 35.

¹³⁴ Sagaert 2006, nr. 52 en Sagaert & Seeldrayers 2005, nr. 57.

mentaire geschiedenis blijkt echter dat de wetgever met deze zinsnede enkel het te gelde maken van de girale activa op het oog had.¹³⁵ In de literatuur wordt er daarom van uitgegaan dat ‘in beginsel (...) de fiduciaire eigenaar ertoe gehouden [is] om de activa waarvan hij de zekerheidseigendom heeft, niet te vervreemden, ten einde aan zijn restitutieplicht te kunnen voldoen op het ogenblik dat de volledig gewaarborgde verbintenis is nagekomen’.¹³⁶ Art. 12, § 2 WFZ bepaalt evenwel dat de zekerheidsnemer ook aan zijn restitutieplicht kan voldoen door ‘gelijkwaardige instrumenten of waarden’ over te dragen. Hieruit volgt dat de girale activa vervangbaar kunnen worden gemaakt.¹³⁷ In dat geval heeft de zekerheidsnemer een oneigenlijke restitutieplicht en kan hij vrij beschikken over de tot zekerheid overgedragen girale activa.

Peeters en Christiaens komen tot de conclusie dat art. 12 WFZ van toepassing is op een overdracht tot zekerheid waarbij de partijen ‘*ofwel* zijn overeengekomen dat de overgedragen activa in natura moeten worden terug overgedragen *ofwel* een retrocessie van gelijkwaardige activa hebben afgesproken *ofwel* een combinatie van beiden’.¹³⁸ Bij gebrek aan een uitdrukkelijk beding dat de zekerheidsnemer het recht geeft over de in zekerheid gegeven activa te beschikken of de activa vervangbaar maakt, moet naar hun mening worden vermoed dat de zekerheidsnemer niet over dat recht beschikt. Dit volgt uit de aard van de fiduciaire eigendomsoverdracht, de zekerheidsfunctie van de activa en de risico’s die daaraan verbonden zijn.¹³⁹ Kortom, wanneer girale activa worden overgedragen tot zekerheid, moet worden vermoed dat de zekerheidsnemer daarover niet mag beschikken. Dit is in lijn met de tekst van art. 12 WFZ, dat bepaalt dat de overdracht een verbintenis van de zekerheidsnemer kan inhouden om hetzij de overgedragen girale activa terug over te dragen, hetzij gelijkwaardige instrumenten of waarden over te dragen.

Art. 12, § 3 WFZ schrijft voor wat de gevolgen zijn wanneer de zekerheidsgever zijn verplichtingen niet nakomt. Kort gezegd wordt de waarde van het onderpand vastgesteld, verrekend met de verzekerde verplichting en het eventuele overschot wordt aan de zekerheidsgever uitgekeerd. Met andere woorden: er vindt close-out-netting plaats. Aangezien deze bepaling van dwingend recht is, is iedere afspraak die daarmee in strijd is, nietig.¹⁴⁰ Zo is een beding op grond waarvan de overwaarde aan de zekerheidsnemer toekomt, ongeldig.

Art. 13 WFZ vervangt art. 23 tot en met 25 Wet Overheidseffecten en bepaalt dat voorschriften uit het Burgerlijk Wetboek en het Wetboek van Koophandel inzake pand niet van toepassing zijn op ‘cessie-retrocessieverrichtingen (“repo’s”)’. Het tweede en derde lid bepalen wat – bij gebreke aan andersluidende afspraken – de bevoegdheden zijn van de zekerheidsgever c.q. de zekerheidsnemer in het geval

135 Parl. St. Kamer, 2004-2005, nr. 1407/001, p. 43.

136 Sagaert 2006, nr. 52. Zo ook Peeters & Christiaens 2006, nr. 128.

137 Aldus Sagaert 2006, nr. 52. Zie tevens § 8.4.1.1 hierboven.

138 Peeters & Christiaens 2006, nr. 128.

139 *Idem*.

140 Zie Peeters 2005, nr. 36. Dit blijkt tevens uit het feit dat art. 12 WFZ – in tegenstelling tot bijvoorbeeld art. 13 WFZ – niet de mogelijkheid geeft om bij overeenkomst af te wijken van de wettelijke regeling.

dat de wederpartij niet aan zijn verplichtingen voldoet. In tegenstelling tot zijn voorloper – art. 23 tot en met 25 Wet Overheidseffecten – is art. 13 WFZ ook van toepassing op *repurchase agreements* tussen en met natuurlijke personen. Het toepassingsbereik is daarmee aanzienlijk breder. Ook het toepassingsbereik van art. 12 WFZ is breder dan zijn voorloper, hoewel art. 12 WFZ *niet* van toepassing is op de overeenkomsten die gesloten zijn tussen of met natuurlijke personen. Zoals in § 4.4.2.1 reeds aan de orde kwam, is deze beperking van art. 12 WFZ in de Belgische literatuur sterk bekritiseerd. Daarbij is erop gewezen dat zij het grondwettelijk non-discriminatie- en gelijkheidsbeginsel wellicht niet kan doorstaan.

8.6.2 Duits recht

De Duitse wetgever heeft in art. 6 Collateral Richtlijn geen aanleiding gezien om het Duitse recht aan te passen. In de Memorie van Toelichting wordt aangevoerd dat ‘*kein Änderungsbedarf*’ bestaat omdat ‘*nach deutschem Recht die Sicherheitenbestellung im Wege der Sicherungsübertragung oder Sicherungszession wirksam vereinbart werden kann*’.¹⁴¹

In § 8.4.2.2 kwam aan de orde dat het Duitse recht inderdaad de *Sicherungsübertragung* erkent. Toch is de enkele verwijzing van de Duitse wetgever naar de *Sicherungsübertragung* naar mijn mening onvolledig. De overdracht tot zekerheid van girale activa heeft immers doorgaans de vorm van een *uneingeschränkte Vollrechtsübertragung*.¹⁴² De Duitse wetgever had daarom ten minste ook op de erkenning van deze vorm van overdracht tot zekerheid door het Duitse recht kunnen wijzen.¹⁴³

De Duitse wetgever lijkt zich bij de implementatie van de Collateral Richtlijn overigens van dit punt rekenschap te hebben gegeven. De omschrijving van het begrip *Finanzsicherheit* in § 1 lid 17 KWG is, anders dan in de Memorie van Toelichting, niet beperkt tot de *Sicherungsübertragung*. Een financieelzekerheidsarrangement tot overdracht is volgens § 1 lid 17 KWG een ‘*Sicherheit (...) im Wege der Überweisung oder Vollrechtsübertragung*’. Hieronder valt zowel de fiduciaire overdracht (*Sicherungsübertragung*) als de niet-fiduciaire overdracht (*uneingeschränkte Vollrechtsübertragung*). Door ook de fiduciaire overdracht tot zekerheid onder de definitie van *Finanzsicherheit* te brengen, heeft de Duitse wetgever een ruimere uitvoering gegeven aan art. 6 Collateral Richtlijn dan waartoe dat artikel de EU-lidstaten verplicht..

Ten slotte dient de wijziging van § 166 InsO besproken te worden. Zoals uit § 8.4.2.3 naar voren kwam, is de *fiduciair* zekerheidsgerechtigde slechts gerechtigd ‘*zur abgesonderten Befriedigung aus dem [Sicherungs]gegenstand*’. Dit betekent dat de curator in beginsel op grond van § 166 lid 1 en 2 InsO bevoegd is de goederen uit te winnen. § 166 lid 1 en 2 InsO zijn echter niet van

¹⁴¹ BT-Drucks 15/1853, p. 12.

¹⁴² Zie § 8.4.2.4.

¹⁴³ In dezelfde zin Schimansky/Bunte/Lwowski 2011, § 114, nr. 70c. Zie ook Schlaegel 2006, p. 146.

toepassing zijn op een *Finanzsicherheit* in de zin van § 1 lid 17 KWG.¹⁴⁴ De zekerheidsnemer aan wie girale activa fiduciair zijn overgedragen kan de *Finanzsicherheiten* dientengevolge zelf te gelde maken.¹⁴⁵ Interessant is dat het volgens de Memorie van Toelichting hier niet gaat om implementatie van art. 6 Collateral Richtlijn, maar om de omzetting van art. 4 Collateral Richtlijn in het Duitse recht.¹⁴⁶

8.6.3 *Nederlands recht*

8.6.3.1 ART. 7:55, EERSTE ZIN BW

Art. 3:84 lid 3 BW bepaalt dat ‘een rechtshandeling die ten doel heeft een goed over te dragen tot zekerheid’, nietig is.¹⁴⁷ Desondanks is implementatie van art. 6 Collateral Richtlijn in het Nederlandse recht volgens de Minister in beginsel niet noodzakelijk.¹⁴⁸ Volgens hem noopt de richtlijn slechts tot erkenning van de ‘volledige’ overdracht en die wordt door het Nederlandse recht reeds erkend.¹⁴⁹ De Minister wijst erop dat de Hoge Raad het begrip ‘overdracht tot zekerheid’ restrictief heeft geïnterpreteerd, zodat een ‘overdracht ten titel van verhaal’ ongeldig is, maar een ‘werkelijke’ of ‘volledige’ overdracht niet wordt getroffen door art. 3:84 lid 3 BW.

Ondanks het feit dat de Minister implementatie van art. 6 Collateral Richtlijn overbodig acht, is hij niet ongevoelig voor de onzekerheid die financiëlemarktpartijen ervaren wat betreft de mogelijke ongeldigheid van de overdracht tot zekerheid naar Nederlands recht.¹⁵⁰ Teneinde ‘de kans op misverstand’ weg te nemen en ‘twijfel uit te sluiten’ is art. 7:55 BW aan het BW toegevoegd. Dit artikel luidt:

‘Een overdracht ter nakoming van een financiëlezekerheidsovereenkomst tot overdracht is geen overdracht tot zekerheid of een overdracht die de strekking mist het goed na de overdracht in het vermogen van de verkrijger te doen vallen in de zin van artikel 84 lid 3 van Boek 3. De regels betreffende pandrecht zijn op een zodanige overeenkomst en de uitvoering daarvan niet van toepassing of overeenkomstige toepassing.’

Verstijlen vindt de zienswijze van de Minister dat een financieelzekerheidsarrangement tot overdracht steeds strekt tot een ‘werkelijk overdracht’ en daarom niet wordt getroffen door art. 3:84 lid 3 BW, te ongenueanceerd.¹⁵¹ Een financieelzekerheidsarrangement tot overdracht is volgens hem niet per definitie een ‘werkelijke overdracht’. De Hoge Raad heeft in het *Sogelease*-arrest geoordeeld dat er sprake is van een ‘overdracht ten titel van verhaal’ indien de bevoegdheden van de verkrijger ‘in geval van wanprestatie van zijn

144 § 166 lid 3 sub 3 InsO.

145 Zie Brinkmann, Uhlenbruck/InsO, § 116, nr.18.

146 BT-Drucks 15/1853, p. 16.

147 Zie over dit artikel en de uitleg door de Hoge Raad daarvan § 8.4.3.1 en 8.4.3.2.

148 *Kamerstukken II* 2002/03, 28 874, nr. 3, p. 7-8.

149 *Kamerstukken I* 2004/05, 28 874, E, p. 2 en 14.

150 *Kamerstukken II* 2002/03, 28 874, nr. 3, p. 8-9 en 17.

151 Verstijlen 2005, p. 73.

wederpartij beperkt [zijn] tot het recht het hem overgedragen goed te gelde te maken ten einde zich uit de opbrengst daarvan te bevredigen onder gehoudenheid een eventueel overschot aan zijn wederpartij ten goede te doen komen'. Het is niet ongebruikelijk om in het kader van een financieelzekerheidsarrangement tot overdracht overeen te komen dat de overdrager, in geval hij niet aan zijn verplichtingen voldoet, wel de overwaarde kan ontvangen. Dat beding kan, gezien de wijze waarop de Hoge Raad het begrip 'overdracht ten titel van verhaal' omschrijft, er volgens Verstijlen toe leiden dat de rechter oordeelt dat er geen sprake is van een 'werkelijke overdracht'.

Het enkele feit dat partijen overeenkomen dat een eventueel overschot aan de zekerheidsgever toekomt, wat inderdaad een gebruikelijke afspraak is in het kader van gestandaardiseerde raamovereenkomsten,¹⁵² leidt er mijns inziens niet toe dat een rechter zal oordelen dat er sprake is van een 'overdracht ten titel van verhaal'. De Hoge Raad heeft immers geoordeeld dat alleen in het geval dat het overschot aan de zekerheidsgever toekomt *in verband met* een constructie waarbij de rechten van de zekerheidsnemer zijn beperkt tot verkoop aan een derde bij wanprestatie van de zekerheidsgever, er sprake is van een dergelijke overdracht. Mijns inziens gaat het er in essentie om of partijen hebben beoogd een met een pandrecht vergelijkbaar zekerheidsrecht in het leven te roepen en die vraag moet ontkennend beantwoord worden voor zover het gaat om een overdracht uit hoofde van een *repurchase agreement, securities lending agreement* of zekerheidsarrangement in het kader van derivatenovereenkomsten.¹⁵³

Een andere vraag is of het standpunt van de Minister dat de Collateral Richtlijn slechts de geldigheid beoogt te waarborgen van financiëlezekerheidsarrangementen die uitgaan van 'volledige overdracht', juist is. De Minister licht deze zienswijze in de Nadere Memorie van Toelichting als volgt toe:

'Een extensieve interpretatie van de financiëlezekerheidsovereenkomst tot overdracht [dat is de interpretatie dat zowel de 'volledige overdracht' als de 'fiduciare overdracht' onder het begrip 'financiëlezekerheidsovereenkomst tot overdracht' valt, toevoeging JD], die er toe zou leiden dat de overdracht kan plaatsvinden zonder dat de volle eigendom van geld of effecten wordt verschaft, [is] in strijd met de wet (...). Een uitsluitend fiduciare overdracht is immers onverenigbaar met artikel 3:84 lid 3 BW. Artikel 7:55 BW brengt daarin geen verandering.'¹⁵⁴

Volgens de Minister wordt een 'uitsluitend fiduciare overdracht' niet door titel 7.2 BW bestreken omdat dit in strijd zou komen met art. 3:84 lid 3 BW. Een fiduciare overdracht valt volgens de Minister dus niet onder het begrip 'financiëlezekerheidsovereenkomst tot overdracht' omdat deze interpretatie in strijd is met het Nederlandse recht. Hiermee legt de Minister naar mijn mening bij de interpretatie van het begrip 'financiëlezekerheidsovereenkomst tot overdracht' een onjuiste maatstaf aan. De vraag of art. 6 Collateral Richtlijn het

¹⁵² Zie bijvoorbeeld art. 10(ii)c GMRA.

¹⁵³ Zie hierover tevens § 8.4.3.3.

¹⁵⁴ *Kamerstukken I* 2004/05, 28 874, E, p. 2. Zie tevens p. 4-5, 14 en 16. Keijser betoogt dat een fiduciare overdracht niet onder de reikwijdte van de richtlijn zou vallen omdat deze enkel ziet op 'verhaal' en niet tevens op 'verhandelbaarheid', zie Keijser 2004, § 4.

Nederlandse recht ertoe verplicht fiduciaire overdracht van girale activa te erkennen en dus verplicht is haar in het Nederlandse recht te herintroduceren, moet worden vastgesteld aan de hand van richtlijnconforme uitleg van art. 6 Collateral Richtlijn. Zoals in § 8.5 aan de orde kwam, zijn er goede redenen aan te voeren voor het standpunt dat een dergelijke uitleg alleen verplicht tot erkenning van niet-fiduciaire vormen van overdracht tot zekerheid. Zodoende is het door de Minister bereikte resultaat dus weliswaar verdedigbaar, maar zijn argumentatie schiet tekort.

8.6.3.2 KRITIEK OP (DE FORMULERING VAN) ART. 7:55, EERSTE ZIN BW

In de literatuur is de formulering van art. 7:55 BW bekritiseerd.¹⁵⁵ De kritiek is het scherpst verwoord door Verstijlen. Hij schrijft:

Letterlijk genomen, probeert de wetgever hier iets waartoe hij niet in staat is. Hij probeert door middel van een wettelijke bepaling een rechtsfeit te kwalificeren. Daartoe is hij niet bevoegd. De wetgever kan een regel geven, maar het is aan de rechter en de doctrine om te bepalen of een bepaald rechtsfeit al dan niet door die regel wordt bestreken. Er zijn twee mogelijkheden: de fzo-overdracht is geen overdracht tot zekerheid, in welk geval de eerste zin van deze bepaling zinledig is; of de fzo-overdracht is een overdracht tot zekerheid, in welk geval de eerste zin van deze bepaling onjuist is. Met andere woorden, ons Burgerlijk Wetboek bevat dan twee tegenstrijdige bepalingen: art. 7:55, eerste volzin (ontwerp-)BW strijdt dan met art. 3:84 lid 3 BW. Overigens is dan wel volstrekt duidelijk wat rechtens is. De bedoeling is om de overdracht in dat geval toch tot stand te laten komen, met andere woorden: de toepassing van art. 3:84 lid 3 BW op de fzo-overdracht uit te sluiten. Het was zuiverder geweest om dat dan ook simpelweg zo te bepalen.¹⁵⁶

Dat art. 7:55, eerste zin BW niet simpelweg bepaalt dat art. 3:84 lid 3 BW niet van toepassing is op een financieelzekerheidsarrangement tot overdracht, kan verklaard worden door de vrees van de wetgever voor a contrario-redeneringen: door art. 7:55 BW als een uitzondering op art. 3:84 lid 3 BW te formuleren, kan de indruk ontstaan dat financiëlezekerheidsarrangementen tot overdracht vóór invoering van dat artikel wel op grond van art. 3:84 lid 3 BW ongeldig waren. Dat is volgens de Minister nu juist niet het geval. De vrees voor a contrario-redeneringen is tevens de reden waarom art. 2a Wte 1995 niet als een uitzondering op art. 3:84 lid 3 BW is geformuleerd.¹⁵⁷

8.6.3.3 ART. 7:55, TWEEDE ZIN BW

Art. 7:55, tweede zin BW bepaalt dat ‘de regels betreffende pandrecht niet van toepassing of overeenkomstige toepassing’ zijn op een financieelzekerheidsarrangement tot overdracht. In de Memorie van Toelichting wordt in herinnering

¹⁵⁵ Verstijlen 2005, p. 72 e.v. Zie tevens Beekhoven van den Boezem & Bergervoet 2011, § 3 en Van Vliet 2013, nr. 86.

¹⁵⁶ Verstijlen 2005, p. 72. Zie tevens Pitlo/Reehuis 2012, nr. 986 en Strucken 2007, § 7.4.3.5.

¹⁵⁷ Zie § 8.4.3.4.

gebracht dat voor invoering van het nieuw Burgerlijk Wetboek in 1992 de rechtspraak de regels betreffende pand analogisch toepaste op de onder het oude recht gebruikelijke fiduciaire zekerheidsoverdracht.¹⁵⁸ Nu niet geheel kan worden uitgesloten dat in de toekomst nog eens naar de figuur van een dergelijke analogische toepassing wordt gegrepen, acht de Minister het wenselijk om ‘ook op dit punt ieder misverstand uit te sluiten’.¹⁵⁹

8.6.3.4 KRITIEK OP ART. 7:55, TWEDE ZIN BW

De uitsluiting van (analogische) toepasselijkheid van de regels betreffende pand heeft de vraag doen rijzen welke regels wél van toepassing zijn op financiële-zekerheidsarrangementen tot overdracht. Blijkens de Memorie van Antwoord zijn op de overdracht de daarvoor geldende algemene regels inzake overdracht (art. 3:83 e.v. BW) van toepassing.¹⁶⁰ Echter, die artikelen laten tal van vragen onbeantwoord. In het bijzonder rijst de vraag of de in zekerheid gegeven girale activa aan de zekerheidsnemer kunnen verblijven, welke waarderingsgrondslag gehanteerd dient te worden en aan wie een eventuele overwaarde dient toe te komen, indien partijen hieromtrent geen regeling hebben getroffen.¹⁶¹

Van Vliet merkt terecht op dat de Minister erop lijkt te vertrouwen dat partijen de waarderingsgrondslag en de verplichting tot teruggave van de overwaarde contractueel hebben geregeld.¹⁶² Die veronderstelling van de Minister gaat weliswaar op wanneer goederen tot zekerheid worden overgedragen op grond van gestandaardiseerde raamovereenkomsten, maar biedt in andere gevallen waarop titel 7.2 BW evenzeer van toepassing kan zijn – bijvoorbeeld de situatie dat effecten worden overgedragen ter verzekering van een krediet dat in termijnen moet worden terugbetaald – geen uitkomst.¹⁶³ Mijns inziens ligt het voor de hand om – naar analogie met art. 12, § 3 WFZ en hetgeen gebruikelijk is bij gestandaardiseerde raamovereenkomsten tot overdracht – aan te nemen dat de waarde van het onderpand wordt vastgesteld op grond van de actuele marktwaarde en wordt verrekend met de verzekerde verplichting. Een eventueel overschot dient aan de zekerheidsgever toe te komen.¹⁶⁴

¹⁵⁸ *Kamerstukken II*, 2003/04, 28 874, nr. 3, p. 9. Het oud BW kende, in tegenstelling tot het nieuw BW, geen vuistloos of stil pandrecht. In de praktijk werd daarom gebruik gemaakt van de overdracht tot zekerheid. Zie hierover § 8.4.3.1 en Asser/Bartels & Van Mierlo 3-IV 2013/567.

¹⁵⁹ *Kamerstukken II*, 2003/04, 28 874, nr. 3, p. 9.

¹⁶⁰ *Kamerstukken I*, 2003/04, 28 874, C, p. 3.

¹⁶¹ De Minister beschouwt dit – ten onrechte – niet als een probleem omdat er zijns inziens geen rekening hoeft te worden gehouden met een overschot (*Kamerstukken II*, 2005/06, 30 138, nr. 6, p. 2-4). Zie daarover Van Vliet 2013, nr. 88.

¹⁶² Van Vliet 2013, nr. 88.

¹⁶³ Van Vliet 2013, nr. 88. In dat geval zal met afbetaling van het krediet een steeds grotere overwaarde ontstaan.

¹⁶⁴ Van Vliet 2013, nr. 88. Hij baseert deze aanspraak op de algemene beginselen van zekerheidsrechten. Eventueel kan volgens hem een verplichting tot uitkering van het overschot aan de zekerheidsgever op art. 6:212 BW (ongerechtvaardigde verrijking) gebaseerd worden.

8.6.4 Engels recht

8.6.4.1 TITLE TRANSFER FINANCIAL COLLATERAL ARRANGEMENT

Art. 6 Collateral Richtlijn heeft betrekking op *title transfer financial collateral arrangements* zoals gedefinieerd in art. 2 lid 1 sub b Collateral Richtlijn. Deze definitie luidt als volgt:

‘an arrangement, including repurchase agreements, under which a collateral provider transfers full ownership of, or full entitlement to, financial collateral to a collateral taker for the purpose of securing or otherwise covering the performance of relevant financial obligations’.

In § 8.4.4.1 kwam aan de orde dat het Engelse recht twee vormen van zekerheidsoverdracht kent: de *security transfer (mortgage)* en de *outright transfer*. Bij een *mortgage* wordt geen *‘full ownership of, or full entitlement to, financial collateral’* aan de zekerheidsnemer overgedragen, maar slechts een *legal interest*. Omdat de *mortgagee* niet de *‘full owner’* van de girale activa wordt, is een *mortgage* geen *title transfer financial collateral arrangement* zoals hierboven gedefinieerd. Een *mortgage* kan echter wel onder de definitie van financieelzekerheidsarrangement tot vestiging van een beperkt zekerheidsrecht worden gebracht. Kenmerkend daarvoor is dat *‘the full or qualified ownership of, or full entitlement to, the financial collateral remains with the collateral provider when the security right is established’* (art. 2 lid 1 sub c Collateral Richtlijn). Aangezien de *mortgagor* een *equity of redemption* behoudt, kan hij worden aangemerkt als een *‘qualified owner’*.

In lijn met het bovenstaande bepaalt reg 3 FCAR dat onder een financieelzekerheidsarrangement tot vestiging van een beperkt zekerheidsrecht niet alleen een *pledge, lien* en *charge*, maar ook *mortgage* verstaan moet worden. Deze kwalificatie ligt in het verlengde van het Engelse recht dat de *mortgage* rekent tot de beperkte zekerheidsrechten (*security interests*).¹⁶⁵ Onder een *title transfer financial collateral arrangement* valt dus enkel de *outright transfer*.

8.6.4.2 HET RECHARACTERISATION RISK

In § 8.5 kwam aan de orde dat art. 6 Collateral Richtlijn in het bijzonder beoogt het *recharacterisation risk* – het risico dat een overdracht tot zekerheid wordt ‘geherkwalificeerd’ als een beperkt zekerheidsrecht – te elimineren. Ook kwam hiervoor aan de orde dat het *recharacterisation risk* te verwaarlozen is wanneer girale activa worden overgedragen in het kader van *repurchase agreements, securities lending agreements* of ter verzekering van verplichtingen voortvloeiend uit derivatenovereenkomsten.¹⁶⁶ Om die reden heeft de Engelse wetgever het ook niet noodzakelijk geacht om art. 6 Collateral Richtlijn in het Engelse

¹⁶⁵ Goode/Gullifer 2013, nr. 1.46 en Beale e.a. 2012, nr. 6.01.

¹⁶⁶ Zie § 8.4.4.2.

recht te implementeren. In de FCAR zoekt men dus tevergeefs naar een bepaling die de overdracht tot zekerheid sanctioneert.¹⁶⁷

8.6.5 Conclusie

In Duitsland en Engeland heeft art. 6 Collateral Richtlijn geen wijziging gebracht in het geldende recht. Dit behoeft niet te verbazen omdat zowel het Duitse als het Engelse recht vóór implementatie van de Collateral Richtlijn de overdracht tot zekerheid erkende.¹⁶⁸ Dit geldt zowel voor fiduciaire vormen van overdracht tot zekerheid (*Sicherungsübereignung*, *mortgage*) als niet-fiduciaire vormen van overdracht zekerheid (*uneingeschränkte Vollrechtsübertragung*, *outright transfer*).

Art. 6 Collateral Richtlijn heeft wel geleid tot wijziging van het Nederlandse en Belgische recht. Het Nederlandse recht kent een verbod om goederen over te dragen tot zekerheid. Art. 3:84 lid 3 BW bepaalt dat een rechtshandeling die ten doel heeft een goed over te dragen tot zekerheid, geen geldige titel van overdracht van dat goed is.¹⁶⁹ Ondanks dit ‘fiduciaverbod’, achtte de Nederlandse wetgever implementatie van art. 6 Collateral Richtlijn niet noodzakelijk. Zijns inziens is een overdracht tot zekerheid van girale activa altijd een ‘werkelijke overdracht’, zodat, gezien de uitleg die de Hoge Raad in het *Sogelease*-arrest aan art. 3:84 lid 3 BW heeft gegeven, het Nederlandse recht daaraan niet in de weg staat. Teneinde iedere twijfel uit te sluiten, heeft de wetgever toch een nieuwe bepaling aan titel 7.2 BW toegevoegd.

Het Belgische recht erkent de overdracht tot zekerheid in beginsel evenmin. Echter, sinds het begin van de jaren ‘90 van de vorige eeuw wordt een uitzondering gemaakt voor de overdracht tot zekerheid van girale tegoeden.¹⁷⁰ Na implementatie van de Collateral Richtlijn wordt de geldigheid en tegenwerpelijheid van de overdracht tot zekerheid naar Belgisch recht gewaarborgd door art. 12 en 13 WFZ. Deze bepalingen nemen de plaats in van art. 23 tot en met 26 Wet Overheids-effecten. Deze bepalingen boden reeds vóór implementatie van de Collateral Richtlijn een ‘*safe harbour*’ voor de overdracht tot zekerheid van girale activa.

8.7 Conclusie

Financiële marktpartijen geven de voorkeur aan de overdracht tot zekerheid boven beperkte zekerheidsrechten. Hiermee beogen zij dwingendrechtelijke vereisten voor de totstandkoming en uitwinning van beperkte zekerheidsrechten te vermijden en te ontkomen aan de beperking dat de beperkt zekerheidsgerechtigde niet over de in zekerheid gegeven girale activa kan beschikken. Echter, wanneer girale activa worden overgedragen tot zekerheid bestaat blijkens de toelichtende stukken op de Collateral Richtlijn en overweging 13 van de

¹⁶⁷ Zie Look Chan Ho 2011, p. 164.

¹⁶⁸ Zie § 8.4.2 resp. § 8.4.4.

¹⁶⁹ Zie § 8.4.3.

¹⁷⁰ Zie § 8.4.1.

considerans, het risico dat de overdracht tot zekerheid wordt ‘geherkwalificeerd’ als een beperkt zekerheidsrecht, met als gevolg dat het beperkte zekerheidsrecht ongeldig is (jegens derden) omdat niet aan de voor beperkte zekerheidsrechten geldende *perfection requirements* is voldaan. Het doel van art. 6 Collateral Richtlijn is het uitbannen van dit ‘*recharacterisation risk*’.

Nu een aantal jurisdicties het *recharacterisation risk* niet kent, zoals het Duitse en Nederlandse recht, rijst de vraag wat de betekenis is van art. 6 Collateral Richtlijn voor deze jurisdicties. Enerzijds kan aangevoerd worden dat het doel van art. 6 Collateral Richtlijn beperkt is tot het erkennen van financiëlezekerheidsarrangementen die uitgaan van de ‘volledige’ overdracht van girale activa, hetgeen voor deze jurisdicties neerkomt op de erkenning van niet-fiduciaire vormen van overdracht tot zekerheid. Dit volgt uit het feit dat een financieelzekerheidsarrangement tot overdracht wordt gedefinieerd als een ‘volledige’ overdracht, dat wil zeggen een niet-fiduciaire zekerheidsoverdracht. Een ander argument voor die stelling is dat de financiëlezekerheidsarrangementen waarvoor de Collateral Richtlijn primair in het leven is geroepen – *repurchase agreements*, *securities lending agreements* en zekerheidsarrangementen in het kader van derivatenovereenkomsten –, voorzien in een ‘volledige’ overdracht van girale activa. Echter, deze interpretatie leidt tot een ongerijmdheid. De *mortgage*, die in veel opzichten gelijkenissen vertoont met de continentale fiduciaire overdracht tot zekerheid, valt wel onder het toepassingsbereik van de Collateral Richtlijn (zij het via de kwalificatie daarvan als *security financial collateral arrangement*), terwijl fiduciaire vormen van zekerheidsoverdracht in beginsel niet onder de werkingssfeer van de Collateral Richtlijn vallen. Anderzijds kan worden aangevoerd dat het onwaarschijnlijk is dat de opstellers van de richtlijn de fiduciaire overdracht tot zekerheid van de werkingssfeer van de Collateral Richtlijn hebben willen uitsluiten. In die benadering verplicht art. 6 Collateral Richtlijn zowel tot de erkenning van de geldigheid en vlotte uitwinbaarheid van fiduciaire vormen van zekerheidsoverdracht als niet-fiduciaire vormen van zekerheidsoverdracht.

De Belgische wetgever heeft in art. 6 Collateral Richtlijn aanleiding gezien om zowel de fiduciaire zekerheidsoverdracht als niet-fiduciaire zekerheidsoverdracht van girale activa te erkennen. Dit staat de Belgische wetgever vrij, omdat hij regelgevend optreedt op een terrein dat niet door de Collateral Richtlijn wordt bestreken. De Nederlandse wetgever lijkt zich echter vooralsnog op het standpunt te stellen dat art. 6 Collateral Richtlijn slechts verplicht tot de erkenning van niet-fiduciaire vormen van overdracht tot zekerheid van girale activa. Desalniettemin is een nieuw artikel in het Burgerlijk Wetboek opgenomen ‘teneinde iedere kans op misverstanden weg te nemen’. Dat artikel – art. 7:55 BW – bepaalt dat een overdracht ter nakoming van een financiëlezekerheidsovereenkomst tot overdracht geen overdracht tot zekerheid in de zin van art. 3:84 lid 3 BW is. Deze bepaling heeft tot gevolg dat óók een fiduciaire overdracht van girale activa een geldige titel voor overdracht oplevert. Ik acht het, om de hierboven genoemde redenen, het meest waarschijnlijk dat de Collateral Richtlijn enkel verplicht tot erkenning van niet-fiduciaire vormen van overdracht tot zekerheid van girale activa. Zolang het Hof van Justitie hierover geen uitspraak heeft gedaan, blijft ook op dit punt debat mogelijk.

9 | Slotbeschouwing

9.1 Inleiding

In dit hoofdstuk sluit ik mijn onderzoek af met een aantal beschouwingen over (implementatie van) de Collateral Richtlijn. Daarbij grijp ik terug op de centrale vraagstelling: *‘In hoeverre heeft (implementatie van) de Collateral Richtlijn geleid tot geharmoniseerd goederenrecht op het door de richtlijn bestreken terrein?’*. Het antwoord op deze vraag wordt gegeven aan de hand van een drietal stellingen.

In de eerste plaats wordt geconstateerd dat de Collateral Richtlijn aansluit op het door de financiële praktijk tot stand gebrachte juridisch kader voor zekerheid op girale activa (stelling (i)). Dit verklaart waarom de (geconcipieerde) problemen waarvoor de Collateral Richtlijn een oplossing biedt, een Anglo-Amerikaanse achtergrond hebben (stelling (ii)), evenals de door de Collateral Richtlijn gehanteerde concepten (stelling (iii)). Wanneer dit niet wordt erkend, kan dit leiden tot divergerende interpretatie en implementatie van de Collateral Richtlijn. Geconcludeerd wordt dat de Collateral Richtlijn niet op alle punten heeft geleid tot het gewenste resultaat: geharmoniseerd goederenrecht op het door de richtlijn bestreken terrein.

9.2 Stelling (i): ‘De Collateral Richtlijn sluit aan op het door de financiële praktijk tot stand gebrachte juridisch kader voor zekerheid op girale activa.’

De Collateral Richtlijn voorziet in harmonisatie en vereenvoudiging van het recht van de EU-lidstaten betreffende zekerheid op girale activa. In de praktijk wordt onderpand in de vorm van girale activa aangeduid als *‘collateral’*. *Financial collateral arrangements* (in de Nederlandse tekst van de Collateral Richtlijn: ‘financiëlezekerheidsovereenkomsten’) zijn geen vondst van de Europese wetgever. Het gaat om een in de financiële praktijk ontwikkelde rechtsfiguur. Girale activa worden in de financiële praktijk in het bijzonder in zekerheid gegeven voor verplichtingen voortvloeiend uit *repurchase agreements*, *securities lending agreements* en derivatenovereenkomsten.

Het zijn voornamelijk financiëlemarktpartijen, zoals centrale banken, banken, verzekeraars, centrale tegenpartijen en andere professionele partijen, die optreden als zekerheidsgever en zekerheidsnemer bij financiëlezekerheidsarrangementen. Het toepassingsbereik van de Collateral Richtlijn sluit daar (gedeeltelijk) bij aan: voor toepasselijkheid van de richtlijn is (onder meer) vereist dat de zekerheidsnemer of de zekerheidsgever een financiële instelling is

zoals genoemd in art. 1 lid 2 sub a tot en met d Collateral Richtlijn, terwijl zijn wederpartij – kort gezegd – geen consument mag zijn.

Het in zekerheid geven van girale activa vindt (zowel voor als na implementatie van de Collateral Richtlijn) veelal plaats op basis van gestandaardiseerde raamovereenkomsten die vanaf de jaren '90 van de vorige eeuw zijn ontwikkeld door belangenorganisaties van financiële marktpartijen. Girale activa die in zekerheid worden gegeven in het kader van *repurchase agreements* en *securities lending agreements* vindt in overwegende mate plaats op basis van de Global Master Repurchase Agreement (GMRA) resp. de Global Master Securities Lending Agreement (GMSLA). De GMRA en GMSLA worden beheerst door Engels recht. Wanneer girale activa in zekerheid worden gegeven voor verplichtingen voortvloeiend uit derivatenovereenkomsten, wordt in 85% van die gevallen gebruik gemaakt van zekerheidsdocumentatie van de International Swaps and Derivatives Association (ISDA).

Ter securering van de financiële verplichtingen uit bovenstaande overeenkomsten worden girale activa overgedragen tot zekerheid of wordt daarop een beperkt zekerheidsrecht gevestigd. Het in zekerheid geven van girale activa geschiedt, kort gezegd, door de girale activa over te boeken op een door de zekerheidsnemer gespecificeerde rekening. Een ander gemeenschappelijk kenmerk van deze financiële zekerheidsarrangementen is dat de zekerheidsnemer bevoegd is om te beschikken over de girale activa die in zekerheid zijn gegeven: voor zover het een overdracht tot zekerheid betreft op grond van het feit dat de zekerheidsnemer rechthebbende is en wanneer een beperkt zekerheidsrecht wordt gevestigd, uit hoofde van de aan de beperkt zekerheidsgerechtigde toegekende bevoegdheid om over de in zekerheid gegeven girale activa te beschikken (het zogenaamde gebruiksrecht). Bij fluctuaties in de waarde van het onderpand of de hoogte van de verzekerde verplichting, kan de zekerheidsgever verzoeken om restitutie van het onderpand of kan de zekerheidsnemer een *collateral* (of *margin*) *call* doen (*margin maintenance*). Ook wordt de zekerheidsgever vaak het recht toegekend in onderpand gegeven girale activa te vervangen door andere girale activa. Ten slotte voorzien gestandaardiseerde raamovereenkomsten alle in close-out-netting.

In deze bepalingen is reeds in grote lijnen de Collateral Richtlijn te herkennen. De Collateral Richtlijn vereist dat het financieelzekerheidsarrangement tot stand kan komen zonder dat formaliteiten, zoals registratie in een openbaar register, vervuld hoeven te worden (art. 3). De enige voorwaarde die de Collateral Richtlijn stelt, is dat de girale activa 'in het bezit of onder de controle' van de zekerheidsnemer worden gebracht (art. 1 lid 5 jo. art. 2 lid 2). Daarnaast voorziet de Collateral Richtlijn in de mogelijkheid om de beperkt zekerheidsgerechtigde het recht toe te kennen om over de in zekerheid gegeven goederen te beschikken (art. 5). De richtlijn waarborgt ten slotte de geldigheid van de zekerheidsstelling in de vorm van een 'volledige' overdracht tot zekerheid (*outright transfer*, art. 6) en van close-out-netting (art. 7). Eveneens wordt de geldigheid van *margin maintenance*- en substitutie bepalingen gewaarborgd (art. 8). Geconcludeerd kan

worden dat de Collateral Richtlijn zowel wat betreft haar (personele) toepassingsbereik als materiële bepalingen aansluit bij het door de financiële praktijk tot stand gebrachte juridisch kader voor zekerheid op girale activa.

9.3 Stelling (ii): ‘Het is van belang te erkennen dat de (geconcipeerde) problemen waarvoor de Collateral Richtlijn een oplossing biedt, een Anglo-Amerikaanse achtergrond hebben.’

9.3.1 Inleiding

Gestandaardiseerde raamovereenkomsten voor *repurchase agreements*, *securities lending agreements* en derivatenovereenkomsten worden, zoals hiervoor werd opgemerkt, beheerst door Engels recht of het recht van de staat New York. Het Engelse recht en het recht van de staat New York nemen dus een belangrijke plaats in op het terrein van zekerheid op girale activa. In dat verband haal ik graag de woorden van Dalhuisen aan:

*‘Together with the English language as the language of all modern commerce and finance, in international professional dealings, the common law now comes back at last also to its continental frankish/germanic homelands, even if in this form it does not seem greatly welcomed there.’*¹

Aangezien de Collateral Richtlijn, zoals hierboven omschreven, aansluit bij de wijze waarop girale activa in zekerheid worden gegeven in de financiële praktijk waarin de *common law* een dominante rol speelt, zou zelfs een stap verder kunnen worden gegaan door te stellen dat met de implementatie van de Collateral Richtlijn een stukje Anglo-Amerikaans zekerhedenrecht in het (goederen)recht van de EU-lidstaten terechtgekomen is. In het kader van de centrale vraagstelling van dit onderzoek is echter in het bijzonder de vaststelling van belang dat de (geconcipeerde) problemen waarvoor de Collateral Richtlijn een oplossing biedt een Anglo-Amerikaanse achtergrond hebben. Dit geldt voor art. 3 en art. 6 Collateral Richtlijn. Wanneer dit noch door de opstellers van de Collateral Richtlijn, noch door nationale wetgevers expliciet onderkend wordt, kan dit leiden tot verschillende interpretatie en daarmee implementatie van de Collateral Richtlijn.

9.3.2 Het buiten toepassing laten van perfection requirements (art. 3 Collateral Richtlijn)

Een van de doelstellingen van de Collateral Richtlijn is het afschaffen van formaliteiten die jurisdicties verbinden aan de totstandkoming van zekerheid op girale activa. Deze doelstelling wordt gerealiseerd door art. 3 Collateral Richtlijn. De veronderstelling is dat de lidstaten publiciteit vereisen bij het in zekerheid geven van girale activa, in het bijzonder in de vorm van registratie

¹ Dalhuisen 2004, p. 16.

van het zekerheidsrecht in een openbaar register of, anders gezegd, dat ‘*perfection requirements*’ worden gesteld aan het in zekerheid geven van girale activa.² Die veronderstelling is echter onjuist. Het Engelse recht is het enige in dit onderzoek betrokken rechtsstelsel dat ‘*perfection requirements*’ (namelijk: het vereiste van registratie van het zekerheidsrecht in een openbaar register) kent. Het probleem waarvoor art. 3 Collateral Richtlijn een oplossing biedt, is dus een typisch Engelsrechtelijk probleem.³

Dit levert echter geen bijzondere problemen op, omdat in de Collateral Richtlijn en de toelichtende stukken daarop duidelijk wordt (gemaakt) wat formaliteiten in de zin van de Collateral Richtlijn zijn. De tiende overweging van de considerans bevat namelijk een niet-limitatieve opsomming van formaliteiten die door art. 3 verboden zijn. Het gaat om: (i) het verlijden van enigerlei akte, in een bepaalde vorm of op een bepaalde wijze, (ii) de inschrijving bij een officiële instantie of overheidsinstantie of in een openbaar register, (iii) de bekendmaking in een dagblad, in een officieel register of publicatieblad, of op enigerlei andere wijze, (iv) de kennisgeving aan een overheidsfunctionaris en (v) de bewijslevering in een bepaalde vorm van de datum van het verlijden van een akte of document, van de omvang van de betrokken financiële verplichtingen of van enigerlei andere aangelegenheid. Daarnaast blijkt uit de *travaux préparatoires* van de Collateral Richtlijn dat een ondertekend geschrift voor de totstandkoming van een financieelzekerheidsarrangement evenmin is toegestaan.

Dankzij deze opsomming is duidelijk welke vereisten het Belgische, Duitse en Nederlandse recht niet van toepassing mogen verklaren op financieelzekerheidsarrangementen. De Belgische wetgever heeft art. 3 Collateral Richtlijn geïmplementeerd door art. 1328 en 2074 BBW niet van toepassing te verklaren op een financieelzekerheidsarrangement tot vestiging van een pandrecht. Dat artikel bepaalt dat het voorrecht van de pandhouder niet kan bestaan dan voor zover er een openbare of een behoorlijk geregistreerde onderhandse akte is, die de opgave van de verschuldigde som bevat, en die de soort ende aard van de in pand gegeven zaken aanduidt of waarbij een staat van hun hoedanigheid, gewicht en maat gevoegd is. Naar Nederlands recht is voor de vestiging van een pandrecht op giraal geld vereist dat een akte wordt opgemaakt die door de pandgever wordt ondertekend en dat mededeling wordt gedaan aan de *account bank* (art. 3:236 lid 2 jo. art. 3:94 lid 1 jo. art. 156 Rv). Het vereisen van een *ondertekend* geschrift voor de totstandkoming van een zekerheidsrecht op girale activa is echter niet toegestaan. Dit blijkt uitdrukkelijk uit de voorbereidende stukken van de Collateral Richtlijn. Bij implementatie van de Collateral Richtlijn in het Nederlandse recht is over het hoofd gezien dat het vereisen van ondertekening van de akte een in de zin van art. 3 Collateral Richtlijn verboden formaliteit is. In dit opzicht is de Collateral Richtlijn verkeerd geïmplementeerd in het Nederlandse recht.

² Toelichting EC, p. 6 en 8. Zie tevens EFMLG-rapport, p. 7 en ISDA-rapport, p. 5-6.

³ § 5.2.5.

9.3.3 *Het uitbannen van het recharacterisation risk (art. 6 Collateral Richtlijn)*

Art. 6 lid 1 Collateral Richtlijn bepaalt dat ‘de lidstaten [dienen te] bewerkstelligen dat een financiële zekerheidsovereenkomst die leidt tot overdracht van eigendom/gerechtigdheid overeenkomstig de daarin vervatte bepalingen rechtsgevolg kan hebben’. De lidstaten zijn dus verplicht om de geldigheid van de overdracht tot zekerheid te erkennen. Ook voor dit artikel geldt dat het een oplossing biedt voor een Engelsrechtelijk probleem dat in de meeste civil law-jurisdicties niet bestaat.⁴

Het doel van art. 6 Collateral Richtlijn is het uitbannen van het *recharacterisation risk*.⁵ Dit is het risico dat een overdracht tot zekerheid (een *outright transfer*) wordt ‘geherkwalificeerd’ als een beperkt zekerheidsrecht (een *security interest*). Het gevolg daarvan is dat het beperkte zekerheidsrecht ongeldig of nietig is omdat niet aan de voor het zekerheidsrecht geldende *perfection requirements* is voldaan. *Recharacterisation* is een uitvloeisel van het ‘open systeem’ van het Engelse recht. Dat betekent dat het Engelse recht geen beperkingen stelt aan de goederenrechtelijke (zekerheids)rechten die in het leven geroepen kunnen worden. *Recharacterisation* biedt als het ware een grens aan de goederenrechtelijke vrijheid die partijen hebben: het voorkomt dat partijen door het plakken van een bepaald label op de overeenkomst kunnen bereiken dat een ander recht tot stand wordt gebracht dan dat zij op basis van de overeenkomst tot stand brengen. Het gaat er met andere woorden om dat de overeenkomst geen ‘*sham*’ en ‘*internally consistent*’ is.

Overigens kan men zich afvragen of het *recharacterisation risk* daadwerkelijk een probleem vormde vóór implementatie van de Collateral Richtlijn. De Engelse wetgever heeft het namelijk niet noodzakelijk geacht om art. 6 Collateral Richtlijn te implementeren, omdat het *recharacterisation risk* bij de overdracht tot zekerheid van girale activa ter verzekering van verplichtingen uit *repurchase agreements*, *securities lending agreements* en zekerheidsarrangementen in het kader van derivatenovereenkomsten zeer gering werd geacht. Daarnaast kan erop gewezen worden dat zowel het Belgische recht als het Nederlandse recht een ‘*safe harbour*’ kende voor de overdracht tot zekerheid van girale activa terwijl het Duitse recht de overdracht tot zekerheid reeds vóór implementatie van de Collateral Richtlijn erkende. Wat daarvan zij, de Collateral Richtlijn verplicht de lidstaten om te bewerkstelligen dat een financieelzekerheidsarrangement tot overdracht ‘overeenkomstig de daarin vervatte bepalingen rechtsgevolg kan hebben’.

De vraag rijst wat de betekenis is van art. 6 Collateral Richtlijn voor civil law-jurisdicties die het concept van *recharacterisation* niet kennen. Enerzijds kan betoogd worden dat het tegengaan van het *recharacterisation risk* voor die jurisdicties neerkomt op het erkennen van de *outright transfer*, een niet-

⁴ § 8.3.

⁵ Overweging 13 van de considerans.

fiduciare vorm van zekerheidsoverdracht. Dat is immers ook het effect van art. 6 Collateral Richtlijn voor het Engelse recht. De *outright transfer* is een vorm van overdracht tot zekerheid van girale activa ten gevolge waarvan de zekerheidsnemer rechthebbende wordt en hij slechts verplicht is tot overdracht van gelijkwaardige girale activa wanneer de verzekerde verplichting wordt voldaan. Hij is dus niet verplicht om de identieke, in zekerheid gegeven girale activa te retourneren, maar kan volstaan met de overdracht van dezelfde hoeveelheid gelijksoortige effecten of betaling van hetzelfde bedrag in dezelfde valuta. De zekerheidsnemer (kan en) mag over de in zekerheid gegeven goederen beschikken. Een tweede argument dat kan worden aangevoerd voor het standpunt dat art. 6 Collateral Richtlijn alleen verplicht tot erkenning van *outright transfers* is dat de financiëlezekerheidsarrangementen waarvoor de Collateral Richtlijn primair in het leven is geroepen – *repurchase agreements*, *securities lending agreements* en zekerheidsarrangementen in het kader van derivatenovereenkomsten –, voorzien in een ‘volledige’ overdracht van girale activa en dus niet in een fiduciare zekerheidsoverdracht daarvan. Gezien het met art. 6 Collateral Richtlijn beoogde doel – het uitbannen van het *recharacterisation risk* en daarmee het erkennen van *outright transfers* –, is het mijns inziens het meest aannemelijk dat dit artikel enkel verplicht tot het erkennen van niet-fiduciare vormen van zekerheidsoverdracht.

Daar kan tegen in worden gebracht dat het onwaarschijnlijk is dat de opstellers van de Collateral Richtlijn fiduciare zekerheidsoverdrachten buiten de werkingssfeer van de richtlijn hebben laten vallen. Bovendien leidt de bovenstaande interpretatie tot een ongerijmdheid. De *mortgage*, een Engels zekerheidsrecht dat in veel opzichten gelijkenissen vertoont met de continentale fiduciare zekerheidsoverdracht, valt wel onder het toepassingsbereik van de Collateral Richtlijn, zij het via de kwalificatie van een *mortgage* als *security financial collateral arrangement*, terwijl de *Sicherungsübertragung* naar Duits recht en de fiduciare overdracht naar Nederlands recht niet onder de werkingssfeer van de Collateral Richtlijn vallen bij de door mij verdedigde interpretatie van art. 6 Collateral Richtlijn.

De onduidelijkheid over de betekenis van art. 6 Collateral Richtlijn voor civil law-jurisdicties die geen *recharacterisation risk* kennen, kan, tot het moment dat het Hof van Justitie hierover uitspraak heeft gedaan, leiden tot verschillende interpretaties en daarmee implementatie van art. 6 Collateral Richtlijn en vormt daarmee een potentiële bron van rechtsonzekerheid. Echter, bij implementatie van de Collateral Richtlijn is dit probleem ondervangen doordat alle in dit onderzoek betrokken lidstaten zowel de geldigheid van fiduciare als niet-fiduciare vormen van overdracht tot zekerheid waarborgen.

Art. 12 WFZ – dat art. 6 Collateral Richtlijn in het Belgische recht implementeert – bepaalt (onder meer) dat de overdrachten tot zekerheid van girale activa die worden verricht om verbintenissen te waarborgen en die een verbintenis van de overnemer inhouden om de overgedragen girale activa *of* gelijkwaardige instrumenten of waarden, terug over te dragen, geldig en tegenwerpelijk zijn en dat de bepalingen uit het BBW en Wetboek van Koophandel daarop niet van

toepassing zijn.⁶ De Nederlandse wetgever gaat ervan uit dat art. 6 Collateral Richtlijn niet verplicht tot erkenning van de fiduciaire zekerheidsoverdracht van girale activa en dat het Nederlandse recht, gezien de uitleg die de Hoge Raad heeft gegeven aan art. 3:84 lid 3 BW in het *Sogelease*-arrest, reeds aan de verplichtingen die art. 6 Collateral Richtlijn voor de EU-lidstaten in het leven roept, voldeed.⁷ Desalniettemin is een nieuw artikel in het Burgerlijk Wetboek opgenomen ‘teneinde iedere kans op misverstanden weg te nemen’. Dat artikel – art. 7:55 BW – bepaalt dat een overdracht ter nakoming van een financiële zekerheidsovereenkomst tot overdracht geen overdracht tot zekerheid in de zin van art. 3:84 lid 3 BW is. Deze bepaling heeft als gevolg dat óók een fiduciaire overdracht van girale activa een geldige titel oplevert voor overdracht. Het Duitse recht, ten slotte, erkende reeds vóór implementatie van de Collateral Richtlijn de fiduciaire zekerheidsoverdracht (*Sicherungsübertragung*) en de niet-fiduciaire zekerheidsoverdracht (*uneingeschränkte Vollrechtsübertragung*). De bovenstaande vraag speelde daarom geen rol bij implementatie van art. 6 Collateral Richtlijn in het Duitse recht.⁸

9.4 Stelling (iii): ‘Het is van belang te erkennen dat door de Collateral Richtlijn nieuw geïntroduceerde concepten van Anglo-Amerikaanse herkomst zijn.’

9.4.1 (De juridische constructie van) het gebruiksrecht (art. 5 Collateral Richtlijn)

Art. 5 lid 1 Collateral Richtlijn bepaalt dat de EU-lidstaten ervoor moeten zorgen dat, indien partijen dit zijn overeengekomen, de beperkt zekerheidsgerechtigde beschikt over de mogelijkheid tot uitoefening van het recht om de in zekerheid gegeven girale activa ‘te gebruiken en te vervreemden alsof hij daarvan eigenaar of gerechtigde is’.⁹ Het gebruiksrecht is een goed voorbeeld van een marktgebruik (*market practice*) dat door de Collateral Richtlijn is geïnstitutionaliseerd. In de ISDA Credit Support Documents die worden beheerst door het recht van de staat New York en *prime brokerage agreements* is vaak een beding opgenomen dat de beperkt zekerheidsgerechtigde de bevoegdheid geeft om over de in zekerheid gegeven girale activa te beschikken.¹⁰

Vóór implementatie van de Collateral Richtlijn lieten de meeste jurisdicties het gebruik van de in pand gegeven goederen en herverpanding door de pandhouder toe indien partijen dit overeengekomen waren. Meer omstreden was daarentegen de vraag of de pandhouder de bevoegdheid kon worden toegekend de verpande goederen te vervreemden. Dit was vóór implementatie van de Collateral Richtlijn alleen toegestaan naar Duits recht indien partijen een zogenaamd oneigenlijk pandrecht (*pignus irregulare*) overeengekomen waren. Wat betreft het Engelse

⁶ § 8.6.1.

⁷ § 8.6.3.

⁸ § 8.6.2.

⁹ Art. 2 lid 1 sub m Collateral Richtlijn.

¹⁰ § 7.2.

recht geldt dat het toekennen van het gebruiksrecht vóór implementatie van de Collateral Richtlijn in strijd werd geacht met de in het equityrecht ontwikkelde regel dat de zekerheidsgever geen afstand kan doen van zijn *equity of redemption* ('*once a mortgage, always a mortgage*').

Ondanks het feit dat het gebruiksrecht een nieuw juridisch concept is, heeft implementatie van het gebruiksrecht op zichzelf weinig problemen opgeleverd. Dit is (mede) te danken aan het feit dat de Belgische, Nederlandse en Engelse implementatiewetgeving zeer nauw aansluiten bij de bewoordingen en structuur van art. 5 Collateral Richtlijn. Het gebruiksrecht is in de (Nederlandse) literatuur echter bekritiseerd, omdat de zekerheidsgever door uitoefening van het gebruiksrecht zijn goederenrechtelijke aanspraak verliest en slechts een verbintenissenrechtelijke aanspraak op overdracht van gelijkwaardige goederen overhoudt.¹¹ Ik heb deze stelling genuanceerd en betoogd dat dit in ieder geval bij in de financiële praktijk gebruikelijke zekerheidsarrangementen, waarvoor de Collateral Richtlijn primair is bedoeld, niet het grootste probleem is. Problematischer is dat professionele partijen zich niet bewust zijn van de risico's die het toekennen van een gebruiksrecht meebrengt. Om die reden wordt er zowel op nationaal als Europees niveau ingezet op informatieplichten.

Art. 5 Collateral Richtlijn en, in navolging daarvan, de implementatiewetgeving laat een belangrijke vraag onbeantwoord. Noch in de Collateral Richtlijn, noch in de implementatiewetgeving wordt uitgewerkt wat de gevolgen zijn van uitoefening van het gebruiksrecht. Daardoor is onduidelijk wat de positie is van de zekerheidsgever, de beperkt zekerheidsgerechtigde en de derde na uitoefening van het gebruiksrecht door (her)verpanding of vervreemding. Mijns inziens is deze onduidelijkheid het gevolg van het feit dat de Collateral Richtlijn niet aangeeft wat de juridische constructie achter het gebruiksrecht is. Er zijn naar mijn mening twee constructies denkbaar.¹² Ik heb die constructies aangeduid als de machtigingsconstructie en de overdrachtsconstructie. Het verschil tussen beide is dat in het eerste geval niet is uitgesloten dat de zekerheidsgever rechthebbende blijft van de in zekerheid gegeven girale activa en zodoende een goederenrechtelijke aanspraak kan doen gelden bij insolventie van de beperkt zekerheidsgerechtigde. Bij de overdrachtsconstructie verliest de zekerheidsgever zijn (mogelijk) goederenrechtelijke aanspraak op de in zekerheid gegeven girale activa steeds wanneer het gebruiksrecht wordt uitgeoefend.

In de financiële praktijk wordt uitgegaan van de overdrachtsconstructie. Achter het gebruiksrecht in de Collateral Richtlijn gaat mijns inziens dezelfde constructie schuil. De opstellers van de Collateral Richtlijn hebben echter een steek laten vallen door dit niet te expliciteren. Onduidelijkheid over de juridische constructie van het gebruiksrecht kan leiden tot rechtsonzekerheid, omdat onduidelijk is wie welke goederenrechtelijke aanspraken op de in zekerheid gegeven girale activa geldend kan maken na uitoefening van het gebruiksrecht.

¹¹ § 7.5.

¹² § 7.6.

Bij implementatie van het gebruiksrecht is soms aansluiting gezocht bij vergelijkbare rechtsfiguren uit het nationale recht. Zo is art. 5 Collateral Richtlijn in het Duitse recht omgezet door verwijzing naar het oneigenlijke pandrecht. Naar mijn mening zijn de nationale wetgevers zich daarbij niet steeds voldoende bewust geweest van de eigen aard en regeling van het gebruiksrecht in de Collateral Richtlijn. De eigen aard van het gebruiksrecht brengt mee dat het gebruiksrecht niet identiek is aan vergelijkbare nationale rechtsfiguren, zoals herverpanding en het oneigenlijke pandrecht. Zo ligt aan herverpanding de machtigingsconstructie ten grondslag, terwijl de juridische constructie van het gebruiksrecht mijns inziens de overdrachtsconstructie is. Bij het oneigenlijke pandrecht gaat de gerechtigdheid tot de verpande goederen in de regel over op het moment van vestiging van het oneigenlijke pandrecht, terwijl het toekennen van het gebruiksrecht aan de beperkt zekerheidsgerechtigde geen wijziging brengt in de positie van de zekerheidsgever en de beperkt zekerheidsgerechtigde met betrekking tot het onderpand. De Duitse wetgever lijkt met de implementatie van art. 5 Collateral Richtlijn door de enkele verwijzing naar het oneigenlijke pandrecht onvoldoende rekening te hebben gehouden met de eigen aard van het gebruiksrecht.

Het gebruiksrecht in de Collateral Richtlijn kent daarnaast een eigen regeling. Die bijzondere regeling houdt onder meer in dat wanneer de beperkt zekerheidsgerechtigde gelijkwaardige girale activa heeft overgedragen vóór de datum waarop de verzekerde verplichting dient te worden nagekomen, hij een beperkt zekerheidsrecht verkrijgt op die goederen (art. 5 lid 3 Collateral Richtlijn). Doordat art. 5 Collateral Richtlijn in het Duitse recht is geïmplementeerd door verwijzing naar het oneigenlijke pandrecht, is dit ‘substitutiepandrecht’ niet in het Duitse recht geïmplementeerd. In de Belgische implementatiewetgeving – art. 7 WFZ – is het gebruiksrecht beperkt tot effecten. Zelfs indien op grond van het gemene recht een gebruiksrecht met betrekking tot geld kan worden aangenomen, zoals in de literatuur wordt betoogd, is het de vraag of kan worden gesproken van een juiste omzetting. Dit is alleen het geval wanneer naar het gemene recht ook kan worden aangenomen dat de beperkt zekerheidsgerechtigde een pandrecht toekomt op aan de zekerheidsgever overgedragen gelijkwaardige goederen, zoals art. 5 lid 3 Collateral Richtlijn vereist. Er bestaat dus een risico op onjuiste of onvolledige implementatie van het gebruiksrecht wanneer de eigen regeling van het gebruiksrecht niet wordt erkend.

Al met al is het na implementatie van art. 5 Collateral Richtlijn zowel naar Belgisch, Duits, Nederlands als Engels recht mogelijk om een gebruiksrecht te bedingen, terwijl vóór implementatie van de Collateral Richtlijn in verschillende jurisdicties, in het bijzonder Engeland, onduidelijk was of het gebruiksrecht verenigbaar was met nationaalrechtelijke uitgangspunten. In die zin voorziet de Collateral Richtlijn in een praktijkbehoefte. Het valt echter te betreuren dat de Collateral Richtlijn geen uitsluitel biedt over de gevolgen van uitoefening van het gebruiksrecht voor de positie van de betrokken partijen. Die vraag kan op verschillende manieren beantwoord worden en dus leiden tot verschillende implementatie van het gebruiksrecht. Bovendien wordt door nationale wetgevers

niet steeds de eigen aard en regeling van het gebruiksrecht erkend. Het bovenstaande leidt tot de conclusie dat daar waar het nationale recht het gebruiksrecht implementeert, het recht wellicht minder geharmoniseerd is dan in eerste instantie gedacht zou kunnen worden.

9.4.2 *Het controlevereiste (art. 1 lid 5 jo. art. 2 lid 2 Collateral Richtlijn)*

Het controlevereiste is het ‘enige geldigheidsvereiste’ dat het nationale recht mag verbinden aan het in zekerheid geven van girale activa. Dit vereiste houdt in dat ‘de als zekerheid verschaft financiële activa daadwerkelijk worden geleverd, overgedragen, gehouden, ingeschreven in een register of anderzijds gekwalificeerd, zodat zij in het bezit of onder de controle komen van de zekerheidsnemer of een persoon die namens de zekerheidsnemer optreedt’.¹³ Het controlevereiste is een van de kernelementen van de Collateral Richtlijn en, in het verlengde daarvan, van de nationale implementatiewetgeving.

Toch bestaat er onduidelijkheid over de vraag wat ‘bezit of controle’ inhoudt. De reden daarvoor is dat in de Collateral Richtlijn – in tegenstelling tot bijvoorbeeld het ontwerp voor de Collateral Richtlijn en het ‘Amerikaanse’ recht (*Article 8* en *Article 9 UCC*) – niet is uitgewerkt wanneer er sprake is van ‘bezit of controle’. De kern van de discussie in het nationale recht betreft de vraag of er sprake is van ‘bezit of controle’ wanneer de zekerheidsgever over de in zekerheid gegeven girale activa kan blijven beschikken gedurende de looptijd van het zekerheidsarrangement.

Gebleken is dat de in dit onderzoek betrokken rechtsstelsels het controlevereiste interpreteren overeenkomstig vergelijkbare nationaalrechtelijke concepten. Op grond van art. 2075 BBW wordt, naar Belgisch recht, met het sluiten van de pandovereenkomst het ‘bezit’ aan de pandhouder verschaft. Er is dus ook sprake van ‘bezit’ wanneer de pandgever kan blijven beschikken over het in zekerheid gegeven giraal geld. De gedachte van de Belgische wetgever lijkt dus te zijn dat er ook sprake is van ‘bezit of controle’ in de zin van de Collateral Richtlijn wanneer aan het Belgische vereiste van ‘bezit’ is voldaan. Dientengevolge valt een pandrecht op giraal geld waarbij de pandgever kan blijven beschikken over het girale geld onder de WFZ.

Het Engelse recht kent daarentegen een veel ‘strengere’ interpretatie van het controlevereiste. De Engelse interpretatie van het controlevereiste lijkt gebaseerd te zijn op de wijze waarop het vereiste van ‘control’, het onderscheidende element tussen een *floating charge* en een *fixed charge*, wordt ingevuld. Volgens de Engelse interpretatie van het controlevereiste is zowel *legal control* als *practical control* noodzakelijk. Dit houdt, wat betreft een *charge* op giraal geld, in dat aan de volgende twee vereisten moet worden voldaan. Ten eerste moet er ofwel mededeling worden gedaan aan de *account bank*, wat ertoe leidt

13 Art. 2 lid 2 Collateral Richtlijn.

dat de *account bank* alleen bevrijdend kan betalen aan de zekerheidsnemer, ofwel overeenstemming met de *account bank* worden bereikt dat zij de zekerheidsgever niet toelaat over het in zekerheid gegeven girale geld te beschikken zonder uitdrukkelijke toestemming van de zekerheidsnemer. Ten tweede moet de zekerheidsgever ook feitelijk niet langer vrijelijk kunnen beschikken over het in zekerheid gegeven girale geld, bijvoorbeeld door de rekening te blokkeren.

Deze voorbeelden laten zien dat de invulling van het controlevereiste per jurisdictie (aanzienlijk) verschilt: naar Belgisch recht volstaat het sluiten van de pandovereenkomst, terwijl naar Engels recht daarnaast mededeling moet worden gedaan aan de *account bank* althans medewerking van de *account bank* vereist is én de zekerheidsgever praktisch verhinderd moet worden om vrijelijk over het in zekerheid gegeven girale geld te kunnen beschikken. De uiteenlopende interpretaties die aan het controlevereiste worden gegeven, dragen niet bij aan de met de Collateral Richtlijn beoogde doel: harmonisatie. Bovendien leiden de verschillende interpretaties ertoe dat internationaal opererende financiëlemarktpartijen alsnog worden geconfronteerd met verschillende vereisten voor het in zekerheid geven van girale activa. De Collateral Richtlijn brengt op dit punt dus niet de gewenste duidelijkheid noch de gewenste harmonisatie.

Mijns inziens heeft het controlevereiste een tweeledig doel. Ten eerste beschermt het controlevereiste tegen fraude, namelijk simulatie van zekerheidsrechten en antedatering, door derden, in het bijzonder crediteuren van de zekerheidsgever, in staat te stellen om te verifiëren of, en zo ja, wanneer een zekerheidsrecht tot stand is gekomen (de verificatiefunctie). Aan deze functie is ten eerste voldaan wanneer een *control agreement* wordt overeengekomen of mededeling aan de *account provider* wordt gedaan. Ook wanneer overboeking van girale activa plaatsvindt dan wel een bestaande rekening op naam van de zekerheidsnemer wordt gesteld, is aan de verificatiefunctie van het controlevereiste voldaan. Ten tweede vervult het controlevereiste een zekerheidsfunctie: het controlevereiste moet voorkomen dat de zekerheidsnemer onderverzekerd raakt. Daartoe is noodzakelijk dat de zekerheidsgever in beginsel de beschikking over de rekening wordt ontzegd. Dit betekent echter niet dat de zekerheidsgever niet langer kan beschikken over de in zekerheid gegeven girale activa (zie art. 2 lid 2, tweede zin Collateral Richtlijn). In dat opzicht kan een vergelijking worden getrokken met het vereiste van *control* in de UCC. Dat vereiste staat er evenmin aan in de weg dat de zekerheidsgever niet langer kan beschikken over de in zekerheid gegeven girale activa (zie § 8-106(f) en 9-104(b) UCC). De zekerheidsgever kan ten eerste een recht op vervanging van de in zekerheid gegeven girale activa worden toegekend. Daarbij dient, gezien de zekerheidsfunctie van het controlevereiste, de waarde van de vervangende girale activa (ten minste) gelijk te zijn aan de waarde van de oorspronkelijk in zekerheid gegeven girale activa. Daarnaast kan de zekerheidsgever het recht worden toegekend om de *account provider* op te dragen de girale activa op een bepaalde wijze aan te wenden, zolang de zekerheidsnemer volledig verzekerd blijft, dat wil zeggen zolang de waarde van de girale activa ten minste gelijk is aan de hoogte van de verzekerde vordering. In de praktijk zal dit erop neerkomen dat de zekerheidsnemer bij

instructies van de zekerheidsgever moet (laten) nagaan of de waarde van het onderpand (ten minste) gelijk is aan de hoogte van de verzekerde vordering.

Deze invulling van het controlevereiste sluit goed aan bij de in de financiële praktijk gebruikelijke zekerheidsarrangementen. In het kader daarvan worden de girale activa doorgaans overgeboekt op een door de zekerheidsnemer gespecificeerde rekening. De zekerheidsgever kan in beginsel niet beschikken over de in zekerheid gegeven girale activa, maar hem wordt vaak wel het recht toegekend om girale activa te substitueren evenals een recht op restitutie van '*excess collateral*'. De hierboven weergegeven invulling van het controlevereiste sluit daarbij naadloos aan.

9.5 Afsluiting en vooruitblik

Geconcludeerd kan worden dat implementatie van de Collateral Richtlijn wellicht in mindere mate tot geharmoniseerd goederenrecht op het door de richtlijn bestreken terrein heeft geleid dan in eerste instantie gedacht zou worden. Een belangrijke oorzaak hiervan is dat de Collateral Richtlijn op sommige punten onvolledig is. Zo wordt in de Collateral Richtlijn niet uitgewerkt wanneer er sprake is van 'bezit of controle', geeft de Collateral Richtlijn niet aan wat de gevolgen van uitoefening van het gebruiksrecht zijn en is niet duidelijk wat de reikwijdte van art. 6 Collateral Richtlijn is. Zoals ik hiervoor heb betoogd, is het naar mijn mening van belang dat hierbij wordt erkend dat de (geconcipeerde) problemen waarvoor de Collateral Richtlijn een oplossing biedt, een Anglo-Amerikaanse achtergrond hebben en dat de door de Collateral Richtlijn gehanteerde concepten van Anglo-Amerikaanse herkomst zijn.

Een andere oorzaak van het feit dat implementatie van de Collateral Richtlijn wellicht in mindere mate tot geharmoniseerd goederenrecht heeft geleid, is dat de Collateral Richtlijn niet op alle punten juist geïmplementeerd is. Ook nationale wetgevers hebben dus een steekje laten vallen. In veel gevallen is de oorzaak van onjuiste implementatie dat de nationale wetgever in de Collateral Richtlijn gehanteerde begrippen en juridische concepten gelijkstelt aan nationale begrippen en rechtsfiguren. Een voorbeeld daarvan is de implementatie van art. 5 Collateral Richtlijn in het Duitse recht. Het gebruiksrecht is in het Duitse recht geïmplementeerd door de verwijzing naar het oneigenlijke pandrecht. Hierdoor is art. 5 lid 3 Collateral Richtlijn niet in het Duitse recht geïmplementeerd. Ook bij het controlevereiste speelt dat dit vereiste veelal geïmplementeerd wordt onder verwijzing naar vergelijkbare, nationaalrechtelijke rechtsfiguren. De uiteenlopende interpretaties die aan het controlevereiste worden gegeven, dragen, zoals in de vorige paragraaf aan de orde kwam, niet bij aan de met de Collateral Richtlijn beoogde doel: harmonisatie.

In de toekomst is het denkbaar dat de twee typen zekerheidsrechten – de overdracht tot zekerheid (*outright transfer*) en het beperkte zekerheidsrecht – steeds dichter naar elkaar toegroeien. In hoofdstuk 7 werd dit reeds vastgesteld in het kader van de introductie van het gebruiksrecht in de Collateral Richtlijn en

na implementatie daarvan in het nationale recht van de EU-lidstaten. Het kenmerkende onderscheid van een beperkt zekerheidsrecht is dat de zekerheidsnemer slechts het recht van parate executie heeft, terwijl de overdracht tot zekerheid ertoe leidt dat de zekerheidsnemer rechthebbende wordt. Dit onderscheid vervaagt door de introductie van het gebruiksrecht. Ook andere bepalingen van de Collateral Richtlijn leiden tot convergentie van de beide vormen van goederenrechtelijke zekerheid. Op grond van art. 4 Collateral Richtlijn mogen aan de uitwinning van een beperkt zekerheidsrecht geen formaliteiten worden verbonden. De beperkt zekerheidsgerechtigde kan zelfs, wanneer zich een executiegrond voordoet en dit in overeenstemming is met hetgeen partijen zijn overeengekomen, zich de in zekerheid gegeven girale effecten toe-eigenen. Bovendien geldt er één vereiste voor de totstandkoming van een zekerheidsrecht op girale activa: het controlevereiste.

De toenadering tussen de twee zekerheidsrechten doet de vraag rijzen of het naast elkaar bestaan daarvan vanuit juridisch oogpunt nog zinvol is. Mijns inziens zijn de verschillen tussen het beperkte zekerheidsrecht op girale activa waarin de Collateral Richtlijn voorziet enerzijds en de overdracht tot zekerheid van girale activa anderzijds zo klein, dat het gerechtvaardigd zou zijn om een regime te creëren waarbij slechts één zekerheidsrecht op girale activa bestaat. Een dergelijke benadering zou goed aansluiten bij de wijze waarop financiële-marktpartijen naar zekerheid op girale activa kijken. Zij maken namelijk nauwelijks een onderscheid tussen het in pand geven van girale activa en het overdragen tot zekerheid daarvan. In dat verband kan er tevens op gewezen worden dat de zekerheidsstelling van girale activa op grond van ISDA Credit Support Documents, ongeacht of de girale activa worden overgedragen tot zekerheid of daarop een beperkt zekerheidsrecht wordt gevestigd en ongeacht of deze worden beheerst door Engels recht of het recht van de staat New York, op exact dezelfde wijze plaatsvindt.

De opstellers van de Collateral Richtlijn hebben er echter de voorkeur aan gegeven het onderscheid tussen een beperkt zekerheidsrecht en de zekerheids-overdracht te handhaven. Daarmee sluiten zij aan bij het nationale recht, dat eveneens een onderscheid maakt tussen een beperkt zekerheidsrecht en de zekerheidsoverdracht. Dat onderscheid is, voor zover het andere goederen dan girale activa betreft, waarbij de beperkt zekerheidsgerechtigde geen gebruiksrecht kan worden toegekend, niet de mogelijkheid tot toe-eigening bestaat en *perfection requirements* gelden, wellicht te rechtvaardigen, maar wat betreft zekerheid op girale activa lijkt dit onderscheid door bepaalde richtlijnbepalingen en de wijze waarop in de praktijk wordt aangekeken tegen zekerheid op girale activa, achterhaald te zijn.

De voorgestelde benadering – één zekerheidsrecht op girale activa – zou gerealiseerd kunnen worden door giraal geld en girale effecten ('girale activa') te zien als een bijzonder type goed. Girale activa zijn dan goederen die de vorm hebben van een boeking op een rekening die wordt aangehouden bij een *account provider*. Voor het in zekerheid geven van girale activa gelden de volgende regels. Het zekerheidsrecht op girale activa komt tot stand door 'bezit of

controle'. Het staat ter vrije bepaling van partijen of de zekerheidsnemer een gebruiksrecht toekomt met betrekking tot de in zekerheid gegeven goederen en eveneens kunnen partijen overeenkomen op welke wijze, wanneer zich een executiegrond voordoet, deze activa kunnen worden uitgewonnen. Ook op het terrein van het conflictenrecht zou gekozen kunnen worden voor een uniforme benadering, bijvoorbeeld door ook aan de hand van de PRIMA-regel vast te stellen welk recht van toepassing is op de totstandkoming en uitwinning van zekerheid op giraal geld of ervoor te kiezen dit te laten beheersen door het recht dat de overeenkomst beheerst. De verschillen die op dit moment bestaan tussen de conflictrechtelijke regels op dit punt zijn immers weliswaar historisch verklaarbaar, maar gezien de overeenkomsten tussen de twee typen goederen bestaat daarvoor mijns inziens in wezen geen goede grond.

Samenvatting

Hoofdstuk 1: Inleiding

Onderpand in de vorm van giraal geld en/of girale effecten (hierna: ‘girale activa’) wordt in de praktijk aangeduid als ‘*collateral*’. Zekerheid op girale activa (‘*collateral arrangements*’ of, in het Nederlands, ‘financiële zekerheidsarrangementen’) speelt (spelen) een belangrijke rol in de financiële praktijk. Gedacht kan worden aan financiële instellingen die elkaar krediet verstrekken op onderpand van effecten. Het in zekerheid geven van girale activa vindt veelvuldig plaats in een grensoverschrijdende context. De regels die van toepassing zijn op financiële zekerheidsarrangementen verschillen echter van jurisdictie tot jurisdictie. Hierdoor ontstaat (een gevoel van) rechtsonzekerheid en moet van geval tot geval informatie worden ingewonnen (in de vorm van *legal opinions*) over (mogelijk) toepasselijk buitenlands recht, hetgeen grensoverschrijdende zekerheidsstellingen hindert. De Collateral Richtlijn poogt dit tij te keren door harmonisatie en vereenvoudiging van het nationale recht op dit terrein. Zij streeft met andere woorden naar een (vereenvoudigd) juridisch kader op Europees niveau voor financiële zekerheidsarrangementen. In dit onderzoek staat de vraag centraal in hoeverre (implementatie van) de Collateral Richtlijn heeft geleid tot geharmoniseerd *goederenrecht* op het door de richtlijn bestreken terrein. Daartoe wordt implementatie van de Collateral Richtlijn in het Belgische, Duitse, Nederlandse en Engelse recht onderzocht.

Hoofdstuk 2: Zekerheid op girale activa

In hoofdstuk 2 besprak ik allereerst een drietal kernbegrippen: zekerheid, geld en effecten. Tevens kwam de uitbreiding van de Collateral Richtlijn tot zekerheid op kredietvorderingen aan de orde. De Collateral Richtlijn heeft betrekking op *goederenrechtelijke* zekerheid (een beperkt zekerheidsrecht of een zekerheids-eigendomsrecht). Goederenrechtelijke zekerheid beschermt de schuldeiser/zekerheidsnemer tegen het risico dat de zekerheidsgever insolvent raakt. Bij geld en effecten gaat het om girale tegoeden. Geld wordt in de Collateral Richtlijn omschreven als op rekeningen of deposito’s gecrediteerde tegoeden bij banken en andere financiële instellingen (art. 2 lid 1 sub d Collateral Richtlijn). Effecten zijn (onder meer) aandelen, obligaties en andere op de kapitaalmarkt verhandelbare effecten (art. 2 lid 1 sub e Collateral Richtlijn). Effecten worden doorgaans in girale vorm gehouden via een (keten van) intermediair(s).

Geld en effecten worden voornamelijk in zekerheid gegeven door en aan banken en andere grote partijen die actief zijn op de financiële markten, zoals verzekeraars, beleggingsinstellingen, centrale banken, bepaalde overheden en grote ondernemingen. Dit gebeurt doorgaans in het kader van (i) *repurchase*

agreements of kortweg repo's, (ii) *securities lending agreements* en (iii) derivatenovereenkomsten. Voor repo's, *securities lending agreements* en OTC-derivatenovereenkomsten is standaarddocumentatie ontwikkeld in de vorm van raamovereenkomsten (de GMRA, GMSLA resp. ISDA Master Agreement). Een raamovereenkomst (*master agreement*) bevat algemene bepalingen waaronder meerdere transacties kunnen worden aangegaan. Voor de verplichtingen die voortvloeien uit de (verschillende) transactie(s) die is (zijn) aangegaan onder een raamovereenkomst, wordt doorgaans zekerheid gesteld door girale activa over te dragen tot zekerheid (*outright transfer*). Voor financiële verplichtingen onder derivatenovereenkomsten en *securities lending agreements* wordt ook zekerheid gesteld door de vestiging van een beperkt zekerheidsrecht (*security interest*).

Hoofdstuk 3: Harmonisatie van het recht betreffende zekerheid op girale activa

Het doel van de Collateral Richtlijn is het creëren van een eenvoudig, geharmoniseerd regime voor de overdracht tot zekerheid van en beperkte zekerheidsrechten op girale activa. De richtlijn voorziet daartoe onder meer in harmonisatie van materieel goederenrecht. Zij schrijft voor dat er geen formaliteiten mogen gelden voor de totstandkoming en uitwinning van zekerheid op girale activa (art. 3 en 4). Daarnaast roept de richtlijn een eenvormig regime voor de totstandkoming van zekerheid op girale activa in het leven (art. 3 lid 2 jo. art. 1 lid 5 jo. art. 2 lid 2). Ten derde bepaalt de richtlijn dat de zekerheidsnemer ook bij een beperkt zekerheidsrecht op girale activa de bevoegdheid moet kunnen worden toegekend om over de in zekerheid gegeven girale activa te beschikken (art. 5) en ten slotte dient de overdracht tot zekerheid van girale activa mogelijk te zijn (art. 6). (Deze goederenrechtelijke aspecten van de Collateral Richtlijn komen aan bod in de hoofdstukken 5 tot met 8).

Opvallend is dat de Collateral Richtlijn niet voorziet in een verplichting tot erkenning van naar buitenlands recht aangegane financiëlezekerheidsarrangementen. Het ontbreken van een erkenningsclausule betekent dat na implementatie van de Collateral Richtlijn zich, in ieder geval in theorie, het geval kan voordoen dat een financieelzekerheidsarrangement niet erkend wordt of dat bepaalde gevolgen daarvan niet erkend worden. De Collateral Richtlijn lijkt in dit opzicht niet waterdicht te zijn.

Hoofdstuk 4: Inleidende beschouwingen over (de implementatie van) de Collateral Richtlijn

In hoofdstuk 4 heeft een drietal onderwerpen van algemene aard de revue gepasseerd: (i) een beschrijving op hoofdlijnen van de plaats en wijze van implementatie van de Collateral Richtlijn in het Belgische, Duitse, Nederlandse en Engelse recht, (ii) het toepassingsbereik van de Collateral Richtlijn en de implementatiewetgeving en (iii) het kernbegrip van de Collateral Richtlijn: de financiëlezekerheidsovereenkomst.

Voor toepasselijkheid van de Collateral Richtlijn gelden vijf (cumulatieve) vereisten. Ten eerste dienen goederen te worden overgedragen tot zekerheid of

daarop dient een beperkt zekerheidsrecht te worden gevestigd. De goederen moeten bestaan uit geld, effecten of kredietvorderingen. Ten derde dient ten minste de zekerheidsgever of de zekerheidsnemer een financiële instelling te zijn, terwijl zijn wederpartij geen consument is. Ten vierde moet er sprake zijn van ‘bezit of controle’ van de financiële activa door de zekerheidsnemer. Tot slot dient voldaan te zijn aan het bepaalbaarheidsvereiste en het schriftelijkheidsvereiste.

De Collateral Richtlijn geeft de lidstaten de mogelijkheid om af te wijken van de derde voorwaarde door de implementatiewetgeving te beperken tot zekerheidsarrangementen tussen financiële instellingen (art. 1 lid 3 Collateral Richtlijn). Duitsland heeft gedeeltelijk gebruik gemaakt van deze mogelijkheid. Nederland heeft daarvan geen gebruik gemaakt. De Engelse implementatiewetgeving, de *Financial Collateral Arrangements Regulations*, is uitgebreid tot financiëlezekerheidsarrangementen met en tussen ondernemingen. De wet die de Collateral Richtlijn omzet in het Belgische recht – de Wet Financiële Zekerheden – heeft zelfs een nagenoeg onbegrensd personeel toepassingsbereik. Uitbreiding van het toepassingsbereik van de Collateral Richtlijn is toegestaan omdat de nationale wetgever in dat geval optreedt op een terrein dat buiten de Collateral Richtlijn valt.

Ten derde kwam in dit hoofdstuk het kernbegrip van de Collateral Richtlijn aan bod: de ‘financiëlezekerheidsovereenkomst’. Een van de constatering in verband met het begrip ‘financiëlezekerheidsovereenkomst’ is dat de Nederlandse wetgever ten onrechte heeft gekozen voor implementatie van de Collateral Richtlijn in Boek 7 BW. De Collateral Richtlijn handelt immers over materie die tot het domein van het goederenrecht behoort en zij had daarom in Boek 3 BW geïmplementeerd moeten worden. De (onjuiste) zienswijze van de Nederlandse wetgever is gebaseerd op een verkeerde interpretatie van het begrip ‘financiëlezekerheidsovereenkomst’. De wetgever interpreteert dat begrip als de tot zekerheid verpflichtende overeenkomst. Dit heeft een aantal onbedoelde consequenties die in § 4.4 worden besproken. Mijns inziens kan de financiëlezekerheidsovereenkomst (zo nodig) beschouwd worden als een meerzijdige rechtshandeling waarbij girale activa in zekerheid worden gegeven (zo men wil: als een bijzondere goederenrechtelijke overeenkomst). Teneinde verwarring te voorkomen geef ik er de voorkeur aan het begrip ‘financieelzekerheidsarrangement’ in plaats van ‘financiëlezekerheidsovereenkomst’ te gebruiken.

Hoofdstuk 5: Het formaliteitenverbod

Art. 3 lid 1 Collateral Richtlijn vereist van de lidstaten dat ‘het bestaan, de geldigheid, derdenwerking, afdwingbaarheid of toelaatbaarheid als bewijs van een financiëlezekerheidsovereenkomst of de verschaffing van als zekerheid verschaft financiële activa uit hoofde van een financiëlezekerheidsovereenkomst’ niet afhangt van het vervullen van ‘enige formaliteit’. Uit de tiende overweging van de considerans kan worden afgeleid wat met ‘formaliteiten’ wordt bedoeld. Daaronder moeten in het bijzonder registratie van een beperkt zekerheidsrecht in een openbaar register en het verkrijgen van een vaste datum

door registratie van een akte of het verlijden van een notariële akte begrepen worden. De eis van een *ondertekend* geschrift is evenmin toegestaan.

In hoofdstuk 5 heb ik in kaart gebracht welke vereisten golden voor het in zekerheid geven van girale activa vóór implementatie van de Collateral Richtlijn naar Belgisch, Duits, Nederlands en Engels recht. Daaruit bleek dat in het bijzonder het Engelse recht een in de zin van art. 3 Collateral Richtlijn verboden formaliteit verbond aan beperkte zekerheidsrechten op girale activa: registratie van het zekerheidsrecht in een openbaar register. De Engelse wetgever heeft deze formaliteit in de implementatiewetgeving terecht niet van toepassing verklaard op financiëlezekerheidsarrangementen tot vestiging van een beperkt zekerheidsrecht. De Nederlandse wetgever heeft ten onrechte het vereiste van een *ondertekend* geschrift voor een pandrecht op giraal geld behouden. Dat betekent dat de Collateral Richtlijn in dit opzicht verkeerd is geïmplementeerd in het Nederlandse recht.

Hoofdstuk 6: Het controlevereiste

Hoewel de Collateral Richtlijn vereist dat formaliteiten zoals bedoeld in art. 3 lid 1 Collateral Richtlijn niet van toepassing zijn op financiëlezekerheidsarrangementen, betekent dit niet dat een financieelzekerheidsarrangement tot stand komt door de enkele overeenkomst. Art. 1 lid 5 Collateral Richtlijn bepaalt namelijk dat de richtlijn pas van toepassing is 'zodra de financiële activa als zekerheid zijn verschaft'. 'Verschaffen' houdt in dat de girale activa 'daadwerkelijk worden geleverd, overgedragen, gehouden, ingeschreven in een register of anderzijds gekwalificeerd, zodat zij in het bezit of onder de controle komen van de zekerheidsnemer of een persoon die namens de zekerheidsnemer optreedt' (art. 2 lid 2 Collateral Richtlijn). Over de vraag wanneer girale activa, kort gezegd, 'in het bezit of onder de controle' van de zekerheidsnemer zijn, bestaat veel discussie in de rechtsgeleerde literatuur. Het Engelse *High Court* heeft zich inmiddels twee keer (in *Re F2G Realisations Limited (in liquidation)* en *Re Lehman Brothers International (Europe) (in administration)*) gebogen over de vraag wat het controlevereiste inhoudt.

Grofweg kunnen twee interpretaties van het controlevereiste onderscheiden worden. Deze heb ik aangeduid als de 'strikte' en de 'ruime' interpretatie. De eerste benadering vereist dat de beschikkingsmacht over de girale activa aan de zekerheidsgever is onttrokken. Deze zienswijze wordt verkozen in de Engelse literatuur en rechtspraak. Uit de parlementaire geschiedenis lijkt te volgen dat dit tevens de benadering van de Nederlandse wetgever is. De 'ruime' opvatting houdt in dat er ook sprake kan zijn van 'bezit of controle' wanneer de zekerheidsgever kan blijven beschikken over de girale activa. 'Bezit of controle' is in dat geval gelegen in de *mogelijkheid* om op ieder moment, bijvoorbeeld wanneer de zekerheidsgever niet langer aan zijn verplichtingen kan voldoen, een einde te maken aan de beschikking door de zekerheidsgever. Dit is de manier waarop het controlevereiste in het Belgische recht wordt geïnterpreteerd.

Het controlevereiste dient richtlijnconform geïnterpreteerd te worden. Dit houdt in dat het in het licht van de bewoordingen en het doel van de relevante richtlijn moet worden geïnterpreteerd teneinde het door de richtlijn beoogde resultaat te bereiken.

Aangezien de bewoordingen van de richtlijn geen duidelijkheid brengen, is het met het controlevereiste beoogde doel doorslaggevend. Mijns inziens heeft het controlevereiste een tweeledig doel. Ten eerste beschermt het controlevereiste derden, in het bijzonder crediteuren van de zekerheidsgever, tegen fraude, namelijk simulatie van zekerheidsrechten en antedatering (de verificatiefunctie). Hieraan is voldaan wanneer een *control agreement* wordt overeengekomen of mededeling aan de *account provider* wordt gedaan. Ook is voldaan aan de verificatiefunctie van het controlevereiste wanneer overboeking van girale activa plaatsvindt dan wel een bestaande rekening op naam van de zekerheidsnemer wordt gesteld. Ten tweede vervult het controlevereiste een zekerheidsfunctie: het controlevereiste moet voorkomen dat de zekerheidsnemer onderverzekerd raakt. Daartoe is noodzakelijk dat de zekerheidsgever in beginsel de beschikking over de rekening wordt ontzegd. Dit betekent echter niet dat de zekerheidsgever niet langer kan beschikken over de in zekerheid gegeven girale activa (zie art. 2 lid 2, tweede zin Collateral Richtlijn).

De zekerheidsgever kan een recht op vervanging van de in zekerheid gegeven girale activa worden toegekend. Daarnaast kan de zekerheidsgever het recht worden toegekend om de *account provider* op te dragen het girale saldo op een bepaalde wijze aan te wenden, zolang de waarde van het onderpand ten minste gelijk is aan de hoogte van de verzekerde verplichting. In de praktijk zal dit erop neerkomen dat de zekerheidsnemer bij iedere instructie van de zekerheidsgever moet (laten) nagaan of de waarde van het onderpand (ten minste) gelijk is aan de hoogte van de verzekerde vordering. Overigens is het toelaatbaar dat de lidstaten geen ‘bezit of controle’ vereisen – zoals het Belgische recht doet – indien kan worden aangenomen dat de Collateral Richtlijn voorziet in minimumharmonisatie.

Hoofdstuk 7: Het gebruiksrecht

De essentie van een beperkt zekerheidsrecht is de bevoegdheid van de beperkt zekerheidsgerechtigde om de in zekerheid gegeven goederen uit te winnen en zich daarop bij voorrang te verhalen wanneer zich een executiegrond voordoet. Daarbuiten is de beperkt zekerheidsgerechtigde in beginsel niet bevoegd over de aan hem in zekerheid gegeven girale activa te beschikken en het gebruik van de in zekerheid gegeven goederen door de beperkt zekerheidsgerechtigde is evenmin toegestaan. Het gebruiksrecht, dat zijn regeling vindt in art. 5 Collateral Richtlijn, vormt hierop een uitzondering. Het wordt in de Collateral Richtlijn gedefinieerd als ‘het recht van de zekerheidsnemer om uit hoofde van een financiële zekerheidsovereenkomst die leidt tot een zakelijk zekerheidsrecht, als zekerheid verschaftte financiële activa, in overeenstemming met de bepalingen van een dergelijke financiële zekerheidsovereenkomst, te gebruiken en te vervreemden alsof hij daarvan eigenaar of gerechtigde is’ (art. 2 lid 1 sub m Collateral Richtlijn). Het gebruiksrecht vindt zijn oorsprong in *prime brokerage agreements* en de ISDA Credit Support Documents die worden beheerst door het recht van de staat New York.

Vóór implementatie van de Collateral Richtlijn lieten de meeste jurisdicties het gebruik van de in pand gegeven goederen en herverpanding door de pandhouder toe indien partijen dit overeengekomen waren. Meer omstreden was daarentegen de vraag of de pandhouder de bevoegdheid kan worden toegekend de verpande goederen te vervreemden. Dit was vóór implementatie van de Collateral Richtlijn alleen toegestaan naar Duits recht indien partijen een zogenaamd oneigenlijk pandrecht (*pignus irregulare*) overeengekomen waren.

Na implementatie van art. 5 Collateral Richtlijn is het zowel naar Belgisch, Duits, Nederlands als Engels recht mogelijk om een gebruiksrecht te bedingen. In die zin voorziet de Collateral Richtlijn in een praktijkbehoefte. Het valt echter te betreuren dat de Collateral Richtlijn geen houvast biedt voor de vraag wat gevolgen van uitoefening van het gebruiksrecht zijn en daarmee voor de positie van de betrokken partijen na uitoefening van het gebruiksrecht. Die vraag kan op verschillende manieren beantwoord worden, hetgeen kan leiden tot divergerende implementatie. Daarbij komt dat de nationale wetgevers niet altijd even zorgvuldig te werk zijn gegaan bij implementatie van het gebruiksrecht. Dit leidt tot de conclusie dat daar waar het nationale recht het gebruiksrecht implementeert, het recht wellicht minder geharmoniseerd is dan in eerste instantie gedacht zou kunnen worden.

Hoofdstuk 8: De overdracht tot zekerheid van girale activa

De overdracht tot zekerheid van girale activa (*outright transfer*) is *market practice*. Echter, slechts één bepaling van de Collateral Richtlijn heeft betrekking op de overdracht tot zekerheid: art. 6. Dit artikel bepaalt dat ‘de lidstaten [dienen te] bewerkstelligen dat een financiëlezekerheidsovereenkomst die leidt tot overdracht van eigendom/gerechtigdheid overeenkomstig de daarin vervatte bepalingen rechtsgevolg kan hebben’. Blijkens de Toelichting EC is het doel van art. 6 Collateral Richtlijn het tegengaan van het *recharacterisation risk*. Dit betekent dat de lidstaten moeten voorkomen dat een overdracht tot zekerheid wordt ‘geherkwalificeerd’ als een beperkt zekerheidsrecht, met als gevolg dat het beperkte zekerheidsrecht ongeldig of nietig is, omdat niet aan de vereisten voor derdenwerking van het beperkte zekerheidsrecht (*perfection requirements*) is voldaan. De meeste civil law-jurisdicties kennen het *recharacterisation risk* echter niet. Dit roept de vraag op waartoe art. 6 Collateral Richtlijn deze jurisdicties verplicht. Er zijn twee antwoorden op die vraag mogelijk. Ten eerste dat art. 6 Collateral Richtlijn enkel verplicht tot erkenning van vormen van zekerheidsoverdracht die gelijk te stellen zijn aan de *outright transfer*. Het tweede mogelijke antwoord is dat art. 6 Collateral Richtlijn daarnaast óók verplicht tot erkenning van fiduciaire vormen van zekerheidsoverdracht.

De Belgische wetgever heeft in art. 6 Collateral Richtlijn aanleiding gezien om zowel de fiduciaire zekerheidsoverdracht als de niet-fiduciaire zekerheidsoverdracht van girale activa te erkennen. De Nederlandse wetgever lijkt zich daarentegen vooralsnog op het standpunt te stellen dat art. 6 Collateral Richtlijn slechts verplicht tot niet-fiduciaire vormen van overdracht tot zekerheid van girale activa. Ik acht het, gezien het met art. 6 beoogde doel – de erkenning van financiëlezekerheidsarrangementen die uitgaan van de ‘volledige’ overdracht

van girale activa –, het meest waarschijnlijk dat de Collateral Richtlijn enkel verplicht tot erkenning van niet-fiduciaire vormen van overdracht tot zekerheid van girale activa. Opmerking verdient dat óók wanneer deze opvatting wordt gevolgd, het de lidstaten vrijstaat om de fiduciaire overdracht tot zekerheid van girale activa te erkennen. De lidstaat treedt in dat geval immers regelgevend op op een terrein dat buiten de Collateral Richtlijn valt.

Hoofdstuk 9: Slotbeschouwing

In het laatste hoofdstuk sloot ik het onderzoek af met een aantal beschouwingen over (implementatie van) de Collateral Richtlijn. Daarbij greep ik terug op de centrale vraagstelling: *‘In hoeverre heeft (implementatie van) de Collateral Richtlijn geleid tot geharmoniseerd goederenrecht op het door de richtlijn bestreken terrein?’*. Het antwoord op deze vraag werd gegeven aan de hand van een drietal stellingen.

In de eerste plaats werd geconstateerd dat de Collateral Richtlijn aansluit op het door de financiële praktijk tot stand gebrachte juridisch kader voor zekerheid op girale activa. De tweede stelling luidde dat het van belang is te erkennen dat de (geconcipieerde) problemen waarvoor de Collateral Richtlijn een oplossing biedt, een Anglo-Amerikaanse achtergrond hebben. Zo lijkt art. 3 Collateral Richtlijn in het bijzonder *perfection requirements* in de ban te willen doen, terwijl art. 6 Collateral Richtlijn beoogt het *recharacterisation risk* tegen te gaan. De meeste civil law-jurisdicties kennen echter geen *perfection requirements* noch het *recharacterisation risk*, zodat de vraag rijst waartoe deze artikelen die civil law-jurisdicties verplichten. De mogelijke onduidelijkheid van de betekenis van deze bepalingen voor civil law-jurisdicties kan leiden tot verschillende interpretaties van de betreffende bepaling en daarmee verschillende implementatie daarvan.

De derde stelling luidde dat het van belang is te erkennen dat de in de Collateral Richtlijn gehanteerde concepten van Anglo-Amerikaanse herkomst zijn. Juridische concepten uit de Collateral Richtlijn kunnen om die reden niet (steeds) gelijk worden gesteld aan nationale concepten. Zo kan het gebruiksrecht niet zonder meer worden gelijkgesteld aan het oneigenlijke pandrecht. Echter, dit is wel de wijze waarop het gebruiksrecht in het Duitse recht geïmplementeerd is. Daarnaast bleek dat het controlevereiste niet op één lijn gesteld kan worden met vergelijkbare nationaalrechtelijke concepten, zoals *‘control’*, *‘bezit’* of *‘macht’*. Wanneer de nationale wetgever zich hier geen rekenschap van geeft, kan dit leiden tot divergerende interpretatie en implementatie van de Collateral Richtlijn.

Geconcludeerd kan worden dat implementatie van de Collateral Richtlijn wellicht in mindere mate tot geharmoniseerd goederenrecht op het door de richtlijn bestreken terrein heeft geleid dan in eerste instantie gedacht zou worden. Oorzaken hiervan zijn dat de Collateral Richtlijn op sommige punten onvolledig is en dat de Collateral Richtlijn niet op alle punten juist geïmplementeerd is.

Summary

Chapter 1: Introduction

Financial collateral plays a key role in modern financial markets. Financial collateral arrangements can be defined as arrangements under which one party (the collateral giver) provides cash and/or securities to another party (the collateral taker) to secure the performance of a payment obligation. An example of such an arrangement is the provision of securities as collateral by a financial institution in exchange for a loan. While cash and securities are often provided as collateral in a cross-border context, the rules that apply to financial collateral arrangements vary from one jurisdiction to the other. This variation has two consequences. First, it creates legal uncertainty (or at the very least a sense of it). Secondly, cross-border financial collateral arrangements are hampered because collateral takers must seek legal advice regarding the validity and enforceability of their financial collateral arrangements in other jurisdictions. The Collateral Directive tries to stem the tide by simplifying and harmonizing financial collateral rules. In other words, it seeks to create a rudimentary European legal framework for providing cash and securities as collateral. The harmonization strategy of the Directive begs the question, and it is the central research question of this study, to what extent the Collateral Directive and its implementation have led to harmonized property law in the field covered by the Directive. The study is limited to the implementation of the Collateral Directive in Belgian, German, Dutch and English law.

Chapter 2: Financial collateral

In Chapter 2, three core principles that underlie financial collateral were discussed: security, cash, and financial instruments (securities). The extension of the scope of the Collateral Directive to credit claims was discussed as well. Security can be defined as providing assets to secure the performance of a payment obligation. These assets can be provided either by outright transfer or by granting a security interest over the assets. The creditor/collateral taker obtains a property right (right *in rem*) over the asset and is, consequently, protected against insolvency of the collateral giver. The assets provided as security may consist of cash, i.e. money held in bank accounts or similar claims for the repayment of money (as opposed to notes and coins, article 2(1)(d) Collateral Directive) and/or securities. Securities include shares, bonds and other securities that are negotiable on the capital market (see article 2(1)(e) Collateral Directive). Securities are generally held in book-entry form through one or more intermediaries.

Cash and securities are primarily provided as security, by and to banks and other large players on the financial markets, such as insurance companies, investment

funds, central banks, governments and large companies in the context of (i) repurchase agreements or, briefly, repos, (ii) securities lending agreements and (iii) derivatives. For repos, securities lending agreements and derivatives, standardized master agreements have been developed. A master agreement sets out standard terms that apply to all the transactions entered into between two parties under a master agreement. The obligations arising from the different transactions are usually secured by the outright transfer of financial collateral. For derivatives and securities lending agreements, these obligations may also be secured by granting a security interest over financial collateral. The ISDA Master Agreement and Credit Support Documents are used to document the provision of collateral in the context of over-the-counter derivatives. The GMRA is the standard form for repos, while parties typically use the GMSLA for securities lending agreements.

Chapter 3: Harmonisation in the field of financial collateral

The aim of the Collateral Directive is to create a simplified, harmonized regime for providing cash and securities as collateral under both security interests and title transfer structures. One of the areas targeted by the harmonization regime of the Collateral Directive is substantive property law. The Directive restricts the imposition of formalities on either the creation or the enforcement of financial collateral arrangements (articles 3 and 4). In addition, it aims to create an effective and reasonably simple regime for providing financial collateral (article 3(2) in conjunction with articles 1(5) and 2(2)). Thirdly, the Directive stipulates that security financial collateral arrangements permitting the collateral taker to re-use the collateral for its own purposes are recognized as effective (article 5). Finally, the validity of outright transfers of financial collateral must be recognized. (These property law aspects of the Collateral Directive are dealt with in Chapters 5 to 8.)

It is striking that the Collateral Directive does not require the Member States to recognize financial collateral arrangements governed by foreign law, for the consequence of this ‘gap’ may be that a financial collateral arrangement is not recognized in another jurisdiction, either wholly or in part. In this respect, the Collateral Directive does not seem watertight.

Chapter 4: Preliminary remarks regarding the Collateral Directive and its implementation

The preliminary remarks regarding the Collateral Directive and its implementation home in on three topics: (i) the implementation of the Collateral Directive in Belgian, German, Dutch and English law; (ii) the scope of the Collateral Directive and the implementing legislation; and (iii) the core concept of the Collateral Directive, the financial collateral arrangement.

Five requirements have to be fulfilled in order for the Collateral Directive to apply. Firstly, assets must be transferred outright or a security interest must be created over the assets. Secondly, the assets must consist of cash, securities or

credit claims. Thirdly, either the collateral giver or the collateral taker must be a financial institution, while the other party may not be a consumer. Fourthly, the ‘possession or control’ requirement must be fulfilled. Finally, the financial collateral must be determinable and the financial collateral arrangement must be evidenced in writing or in a legally equivalent manner.

The Collateral Directive permits Member States to deviate from the third requirement by limiting national implementation measures to financial collateral arrangements between financial institutions (article 1(3) Collateral Directive). Germany has, to a degree, used this option. The Netherlands has not used this option. The UK implementing measures, the Financial Collateral Arrangements Regulations, apply to financial collateral arrangements with *and between* companies. The scope *ratione personae* of the Belgian law implementing the Collateral Directive – the *Wet Financiële Zekerheden*, the WFZ – is almost unlimited. The Member States are permitted to extend the personal scope of the Collateral Directive to financial collateral arrangements between companies and with and between consumers, because it concerns national legislation that falls outside the scope of the Collateral Directive.

As for the core concept of the Collateral Directive, the financial collateral arrangement, while I believe that such an arrangement relates to providing financial collateral, the Dutch legislator has chosen to implement the Collateral Directive in Book 7 of the Dutch Civil Code, which is concerned with *contract* law. Yet, the Collateral Directive deals with matters falling within the domain of property law and it should therefore have been implemented in Book 3 of the Civil Code, which is concerned with property law. The rationale behind the implementation of the Directive in Book 7 of the Dutch Civil Code is that a financial collateral arrangement is an *agreement to provide* financial collateral, and that it is not concerned with the financial collateral itself. This view of the Dutch legislator, which I regard as incorrect, has a few unintended practical consequences that are discussed in paragraph 4.4.

Chapter 5: Disapplication of formalities

Article 3(1) Collateral Directive provides that the ‘Member States shall not require that the creation, validity, perfection, enforceability or admissibility in evidence of a financial collateral arrangement or the provision of financial collateral under a financial collateral arrangement be dependent on the performance of any formal act’. The tenth recital clarifies what is meant by formal acts. These include in particular the registration of a security interest in a public register and the requirement to obtain a fixed date (*data certa*) for example, by registration of a private deed or the execution of a notarial deed. Financial collateral arrangements must not be conditional on such formal acts. Nor is it permitted to require a *signed* private deed.

In Chapter 5, I mapped out the requirements under Belgian, German, Dutch and English law for providing financial collateral. It showed that, in particular, English law requires a cumbersome formality: the registration of a security

interest in a public register. Dutch law requires a signed private deed in order to establish a right of pledge (*pandrecht*) over cash. The English implementation measures appropriately prescribe that this formality does not apply to security financial collateral arrangements, but Dutch law has no such stipulation. Consequently, the Collateral Directive has, in this respect, been wrongly implemented in Dutch law.

Chapter 6: The ‘possession or control’ requirement

Although the Collateral Directive stipulates that formalities must not be applicable to financial collateral arrangements, this does not necessarily mean that an agreement will suffice to provide financial collateral. Article 1(5) Collateral Directive stipulates that the Directive ‘applies to financial collateral once it has been provided’. Article 2(2) Collateral Directive provides that references in the Directive to financial collateral being ‘provided’ are to ‘the financial collateral being delivered, transferred, held, registered or otherwise designated so as to be in the possession or under the control of the collateral taker or of a person acting on the collateral taker’s behalf’. The meaning of ‘possession or control’ is unclear and has led to considerable debate among commentators. It has also been the subject of two decisions of the English High Court (*Re F2G Realisations Limited (in liquidation)* and *Re Lehman Brothers International (Europe) (in administration)*).

Roughly, two different approaches to the ‘possession or control’ requirement can be distinguished. In the first approach, the collateral giver must be prevented from dealing with the financial collateral. This ‘strict’ approach is favoured in English legal literature and by the English courts and it seems to follow from the *travaux préparatoires* that this is the approach of the Dutch legislator as well. On the other hand, it is argued that the ‘possession or control’ requirement is satisfied as long as the collateral taker has the *possibility* to prevent the collateral giver from dealing with the collateral, e.g. if an event of default occurs. This interpretation of the ‘possession and control’ requirement, which prevails in Belgian law, is termed the ‘broad’ approach.

The ‘possession or control’ requirement must be interpreted in conformity with the meaning and intention of an enacted directive. In my view, the ‘possession or control’ requirement has a dual purpose. Firstly, the purpose of the ‘possession or control’ requirement is to prevent fraud, i.e. to prevent the simulation of security rights and back-dating of security rights (the verification function). This requirement is met if (i) the collateral taker, the collateral giver and the account provider enter into a control agreement or the account provider is notified, or (ii) the assets are transferred into the account of the collateral taker or a third party on its behalf or the account is transferred into the name of the collateral taker. Secondly, the ‘possession or control’ requirement prevents under-collateralization (the security function). To this end, it is, in principle, necessary to prevent the collateral giver from dealing with the financial collateral.

However, the collateral giver may to a certain extent deal with the financial collateral (see article 2(2), second sentence Collateral Directive). The collateral giver may substitute financial collateral and he may deal with the financial collateral to the extent that the balance in its account is at least equal to the relevant financial obligation. In practice, this will result in a situation where the collateral taker will have to consent to each dealing with the financial collateral by the collateral giver. Incidentally, if it can be assumed that the Collateral Directive provides for minimum harmonization, the Member States are not bound to require 'possession or control'.

Chapter 7: The right of use

The essence of a security interest is the collateral taker's right to enforce the financial collateral in case of an enforcement event and to pay the debt ahead of most other unsecured creditors. The collateral taker is, in principle, neither entitled to use the assets provided as collateral nor to dispose of these assets before an enforcement event occurs. The right of use is an exception to this rule. It is defined in the Collateral Directive as 'the right of the collateral taker to use and dispose of financial collateral provided under a security financial collateral arrangement as the owner of it in accordance with the terms of the security financial collateral arrangement' (article 2(1)(m) Collateral Directive). The right of use has its origins in prime brokerage agreements and the ISDA Credit Support Documents governed by New York law and is incorporated in article 5 Collateral Directive.

Before implementation of the Collateral Directive, most jurisdictions allowed the collateral taker to use the financial collateral and to repledge it, if and to the extent the terms of the security financial collateral arrangement allowed it. The possibility to grant the collateral taker a right of disposal over financial collateral provided under a security financial collateral arrangement has been more controversial. Before implementation of the Collateral Directive, only German law allowed parties to a financial collateral arrangement to agree on what was termed an irregular right of pledge (*pignus irregulare*), i.e. a right of pledge where the pledgee is allowed to repledge and dispose of the assets provided as collateral.

Following implementation of article 5 Collateral Directive, Belgian, German, Dutch and English law permit parties to a financial collateral arrangement to agree on a right of use. In this sense, the Collateral Directive satisfies the needs of practice. Unfortunately, the Collateral Directive does not answer the question what the consequences are for the position of the collateral giver, the collateral taker and the third party if a right of use has been exercised. Since this question can be answered in different ways, divergent implementation of the Directive is not inconceivable. Moreover, the national legislators have not implemented the right of use accurately in all respects. This observation justifies the conclusion that the laws of the Member States may not demonstrate the level of harmonization that had initially been believed to have been achieved after article 5 Collateral Directive had been implemented.

Chapter 8: Title transfer financial collateral arrangements

Outright transfer of financial collateral is market practice, but only one provision of the Collateral Directive relates to title transfer financial collateral arrangements: article 6. It stipulates that ‘Member States shall ensure that a title transfer financial collateral arrangement can take effect in accordance with its terms’. The aim of this provision is to recognize the validity of title transfer arrangements and to preclude the recharacterization of such arrangements as security interests. Recharacterization carries the risk of a financial collateral arrangement being void because the perfection requirements for creating the security interest were not complied with. The concept of recharacterization is, however, unknown to most civil law jurisdictions, such as German and Dutch law. This raises the question what the purpose of article 6 Collateral Directive is in the context of a civil law jurisdiction that is not familiar with the recharacterization risk. This question can be answered in two different ways. Firstly, the answer may be that article 6 Collateral Directive only requires the Member States to recognize outright transfers (non-fiduciary security transfers). Alternatively, the answer may be that article 6 Collateral Directive requires the Member States to recognize non-fiduciary security transfers as well as fiduciary security transfers.

The Belgian implementation measures recognize the validity of fiduciary security transfers as well as non-fiduciary security transfers of financial collateral. In contrast, the Dutch legislator seems to take the view that article 6 Collateral Directive only requires the Member States to recognize non-fiduciary security transfers of financial collateral. Since the purpose of article 6 Collateral Directive is to prevent recharacterisation of financial collateral arrangements which are based upon the transfer of the *full* ownership of the financial collateral, it is, in my view, most likely that the Collateral Directive only requires the Member States to recognize non-fiduciary security transfers of financial collateral. It should be noted, however, that the Member States are permitted to extend the scope of article 6 Collateral Directive to fiduciary security transfers, since fiduciary security transfers fall outside the scope of the Collateral Directive.

Chapter 9: Concluding remarks

In Chapter 9, some concluding remarks were made on the Collateral Directive and its implementation. In this connection, I reverted to the central research question of this study: ‘*To what extent have the Collateral Directive and its implementation led to harmonized property law in the field covered by the Directive?*’. The answer to this question was given on the basis of three propositions.

Firstly, it was found that the Collateral Directive fits in with the legal framework that was created in practice for the provision of financial collateral. The second proposition stated that it is important to recognize that the Collateral Directive provides a solution for problems that have a background in common law. Article 3 Collateral Directive envisages the elimination of perfection requirements, particularly registration requirements, while article 6 Collateral Directive seeks to remove the recharacterization risk. However, most civil law jurisdictions are

not familiar with perfection requirements and the recharacterization risk does not exist in most civil law jurisdictions. This raises the question as to the meaning of articles 3 and 6 for civil law jurisdictions that have no perfection requirements and where the recharacterization risk is not present. Since the meaning of these articles is not immediately clear, it can lead to different interpretations and therefore implementation of the provision concerned.

According to the third proposition, it is important to recognize that the legal concepts used in the Collateral Directive have a common law background. For that reason, legal concepts used in the Collateral Directive cannot be put on a par with national legal concepts. For example, the right of use cannot be equated with an irregular right of pledge. However, the right of use has been implemented in German law by reference to this irregular right of pledge. Furthermore, the 'possession or control' requirement cannot be equated with national law concepts, such as '*bezit*' in Belgian law, '*macht*' in Dutch law and '*control*' in English law. When this is not taken into account by the national legislators, it can lead to divergent interpretation and implementation of the Collateral Directive.

What this all amounts to is that the Collateral Directive and its implementation have led to a lesser degree of harmonization of property law in the field covered by the Directive than initially had been believed to have been achieved after implementation of the Collateral Directive. Its cause is to be found in the fact that the Collateral Directive is in some respects incomplete and that it has not been implemented properly in every respect.

Lijst van verkort aangehaalde literatuur

Asser/Van Mierlo & Van Velten 3-VI 2010

A.I.M. van Mierlo & A.A. van Velten, *Mr. C. Assers Handleiding tot beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht. Deel 3. Vermogensrecht, Algemeen. Deel VI. Zekerheidsrechten*. Deventer: Kluwer 2010.

Asser/Bartels & Van Mierlo 3-IV 2013

S.E. Bartels & A.I.M. van Mierlo, *Mr. C. Assers Handleiding tot beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht. Deel 3. Vermogensrecht, Algemeen. Deel IV. Algemeen Goederenrecht*, Deventer: Kluwer 2013.

Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-II 2013

A.S. Hartkamp & C.H. Sieburgh, *Mr. C. Assers Handleiding tot beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht. 6-II*. De verbintenis in het algemeen*, Deventer: Kluwer 2009.

Bartels & Jansen 2011

S.E. Bartels & C.J.H. Jansen, 'De herziene regeling van de financiële zekerheids-overeenkomst', in: S.E. Bartels, A.J. Verdaas & R.J. van der Weijden, *Effecten en vermogensrecht*, Deventer: Kluwer 2011, p. 33-48.

Beale e.a. 2012

H. Beale, M. Bridge, L. Gullifer & E. Lomnicka, *The Law of Security and Title Based Finance*, Oxford: Oxford University Press 2012.

Beekhoven van den Boezem 2009

F.E.J. Beekhoven van den Boezem, 'Richtlijn 2009/44/EG: EG-knuppel in het hoenderhok van het Nederlandse goederenrecht', *MvV* 2009, nr. 12, p. 315-317.

Beekhoven van den Boezem 2010

F.E.J. Beekhoven van den Boezem, *Credit claims. Kredietvorderingen als beleenbare activa voor monetaire beleidstransacties in het Eurosysteem* (oratie Nijmegen), Deventer: Kluwer 2010.

Beekhoven van den Boezem & Bergervoet 2011

F.E.J. Beekhoven van den Boezem & G.J.L. Bergervoet, 'Nieuwe vragen naar aanleiding van herinvoering stille cessie tot zekerheid', *TvI* 2011/10, p. 48-56.

Barneveld 2012

J. Barneveld, 'Survival of the fattest? Over financiering van systeembanken met risicodragend vermogen', *NJB* 2012/586, p. 651-661.

Benjamin 2001

J. Benjamin, *Interests in Securities. A Proprietary Law Analysis of the International Securities Markets*, Oxford: Oxford University Press 2001.

Benjamin 2007

J. Benjamin, *Financial Law*, Oxford: Oxford University Press 2007.

Blom 1998

M.A. Blom, 'Dematerialisatie van effecten en ontwikkelingen rond de Wge', in: S.C.J.J. Kortmann, W.A.K. Rank, M.H.E. Rongen, G. van Solinge, H.L.E. Verhagen (red.), *Onderneming en Effecten*, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1998, p. 183-206.

Boddaert 2005

C. Boddaert, 'Het pand op financiële instrumenten en contanten na de inwerkingtreding van de Wet Financiële Zekerheden', *Bank- en Financieel Recht* 2005, nr. 3, p. 193-216.

Boddaert 2006

C. Boddaert, 'Commentaar bij art. 7 K.B. nr. 62 van 10 november 1967', in: R. Steennot, J. Stuyck, H. Vanhees & E. Wymeersch, *Financieel recht. Artikels-gewijze commentaar met overzicht van rechtspraak en rechtsleer*, Mechelen: Kluwer (losbl.).

Boddaert 2009

C. Boddaert, 'Pand op een levende rekening', in: J. Cattaruzza, W. Kupers & I. Peeters (red.), *Liber Amicorum Achilles Cuypers*, Brussel: Larcier 2009, p. 9-33.

Böger 2013

O. Böger, 'Close-out netting provisions in private international law and international insolvency law (part I)', *Uniform Law Review = Revue de Droit Uniforme* 2013, vol. 18, nr. 2, p. 232-261.

Botter 2013

R.J. Botter, 'Derivaten in de publieke sector', *Ondernemingsrecht* 2013/43, p. 230-236.

Brinkmann, Uhlenbruck/InsO 2010

M. Brinkmann, 'Kommentar zu §§ 47, 51, 166', in: W. Uhlenbruck, H. Hirte & H. Vallender, *Insolvenzordnung. Kommentar*, München: Verlag Franz Vahlen 2010.

Brinkmann 2011

M. Brinkmann, *Kreditsicherheiten an beweglichen Sachen und Forderungen*, Tübingen: Mohr Siebeck 2011.

Broekers-Knol 2009

A. Broekers-Knol, 'De tweetrapsraket van de wetsvoorstellen stille cessie en financiële zekerheidsovereenkomsten', *MvV* 2009, nr. 7/8, p. 159-166.

Bürge 2005

A. Bürge, 'Das römische Recht und das Drama der Umsetzung der Richtlinie über die Finanzsicherheiten in das deutsche BGB', in: R. Waldburger, C. Baer, U. Nobel & B. Bernet (red.), *Wirtschaftsrecht zu Beginn des 21. Jahrhunderts. Festschrift für Peter Nobel zum 60. Geburtstag*, Bern: Stämpfli Verlag 2005, p. 495-512.

Busch 2011

D. Busch, 'Annotatie: Aansprakelijkheid van institutioneel vermogensbeheerders: de zaak OPG/State Street. Rb. Amsterdam 23 december 2009, LJN: BK7407 (Stichting Pensioenfonds OPG/State Street Global Advisors Ltd.)', *AA* 2011, nr. 5, p. 372-381.

Carrasco 2012

A. Carrasco, 'Financial collateral law and practice in Spanish courts', *Journal of International Banking Law and Regulation* 2012, vol. 27, nr. 10, p. 433-438.

Choudhry 2006

M. Choudhry, *An Introduction to Repo Markets*, Chichester: John Wiley & Sons Ltd. 2006.

Chell, Meinertz & Walter 2013

E. Chell, C. Meinertz & J. Walter, 'Possession and control: financial collateral remains a Gray area', *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law* 2013, vol. 28, nr. 1, p. 43.

Coiley 2001

J. Coiley, 'New protections for cross-border collateral arrangements: summary and analysis of draft E.U. Directive on Financial Collateral', *Journal of International Business and Law* 2001, vol. 16, nr. 5, p. 119-124.

Dalhuisen 2004

J.H. Dalhuisen, *Dalhuisen on Transnational and Comparative Commercial, Financial and Trade Law*, Oxford and Portland Oregon: Hart Publishing 2004.

Dalhuisen 2010-I

J.H. Dalhuisen, *Dalhuisen on Transnational and Comparative Commercial, Financial and Trade Law. Volume 1. Introduction - The New Lex Mercatoria and its Sources*, Oxford and Portland Oregon: Hart Publishing 2013.

Dalhuisen 2010-II

J.H. Dalhuisen, *Dalhuisen on Transnational and Comparative Commercial, Financial and Trade Law. Volume 2. Contract and Movable Property Law*, Oxford and Portland Oregon: Hart Publishing 2013.

Dalhuisen 2010-III

J.H. Dalhuisen, *Dalhuisen on Transnational and Comparative Commercial, Financial and Trade Law. Volume 3. Financial Products, Financial Services and Financial Regulation*, Oxford and Portland Oregon: Hart Publishing 2013.

Damrau, MünchKomm 2013

J. Damrau, 'Kommentar zu Titel 1. Pfandrecht an beweglichen Sachen', in: F.J. Säcker & R. Rixecker (red.), *Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch. Band 6*, München: Verlag C.H. Beck 2013.

Dekkers/Dirix 2005

R. Dekkers en E. Dirix, *Handboek Burgerlijk recht. Deel II. Zakenrecht, zekerheden, verjaring*, Antwerpen-Oxford: Intersentia 2005.

Demper 2014

S.N. Demper, 'EMIR: de verplichtingen voor de niet-financiële tegenpartij (onder de clearingdrempel)', *V&O* 2014, nr. 4, p. 83-88.

Devos 2006

D. Devos, 'Legal protection of payment and securities settlement systems and of collateral transactions in European Union legislation', Paper presented at the 2006 Seminar on Current Developments in Monetary and Financial Law, hosted by the IMF, Washington D.C., 23-27 oktober 2006.

Diamant 2012

J. Diamant, 'Het gebruiksrecht van de fzo-pandhouder met betrekking tot giraal geld', *WPNR* 2012/6948, p. 742-751.

Diamant 2013a

J. Diamant, 'Macht', 'bezit' en 'controle': gedachten over het controlevereiste in de Collateral Richtlijn', *NTHR* 2013, nr. 2, p. 60-67.

Diamant 2013b

J. Diamant, 'An alternative to the requirement of possession or control under the EU Collateral Directive', Paper presented at the Society for Legal Scholars Conference 2013, 2-4 september 2013.

Diamant 2014

J. Diamant, 'Perfection requirements and recharacterisation risk: civil law answers to common law questions', *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law* 2013, vol. 29, nr. 6, p. 365-368.

Dirix 2007

E. Dirix, 'Kanttekening. Controle door de pandhouder van een schuldvordering en de Wet Financiële Zekerheden', *Rechtskundig Weekblad* 2006, nr. 32, p. 1337-1338.

Dirix 2009

E. Dirix, 'Zekerheidsrechten op zoek naar nieuwe wegen', in: J. Cattaruzza, W. Kupers & I. Peeters (red.), *Liber amicorum Achilles Cuypers*, Brussel: Larcier 2009, p. 1-33.

Dirix 2014

E. Dirix, 'België kiest voor een centraal pandregister', *TvI* 2014/5, p. 21-25.

Dirix & De Corte 2006

E. Dirix & R. De Corte, *Beginselen van Belgisch Privaatrecht. XII. Zekerheidsrechten*, Deventer: Kluwer 2006.

Drinkhill 2009

J.E. Drinkhill, 'De verpanding van rekening-courantsaldi', *MvV* 2009, nr. 7/8, p. 167-174.

Du Laing 2004

B. du Laing, *(Geld)lening en Krediet(opening). Theoretische grondslagen en praktische gevolgen van de verbruiklening van geld op interest als gemeenrechtelijke onmiddellijke thesauriekredietovereenkomst*, Brugge: Die Keure 2005.

Einsele, MünchKomm HGB 2009

D. Einsele, 'Kommentar zu Depotgeschäft', in: K. Schmidt (red.), *Münchener Kommentar zum Handelsgesetzbuch. Band 5*, München: Verlag C.H. Beck 2009.

Einsele 2010

D. Einsele, *Bank- und Kapitalmarktrecht. Nationale und Internationale Bankgeschäfte*, Tübingen: Mohr Siebeck 2010.

Elias 2001

R.O. Elias, 'Legal aspects of swaps and collateral', *Journal of International Financial Markets* 2001, nr. 6, p. 232-249.

Van Erp 2004

J.H.M. van Erp, 'Reactie. Financiële zekerheidsovereenkomsten', *WPNR* 2004/6601, p. 967-971.

Van Erp 2005

J.H.M. van Erp, 'Naschrift. De implementatie van de richtlijn financiële zekerheidsovereenkomsten vanuit Europeesrechtelijk en rechtsvergelijkend oogpunt', *WPNR* 2005/6615, p. 252-256.

Van Erp 2009

J.H.M. van Erp, 'Huidig en toekomstig Europees zekerhedenrecht', in: *Zekerhedenrecht in ontwikkeling* (preadvies voor de Koninklijke Notariële Beroepsorganisatie 2009), Den Haag: Sdu Uitgevers 2009, p. 231-268.

Van Erp & Akkermans 2010

S. van Erp & B. Akkermans, 'European Union property law', in: C. Twigg-Flesner (red.), *The Cambridge companion to European Union private law*, Cambridge: Cambridge University Press 2010, p. 173-186.

Van Erp & Akkermans 2012

S. van Erp & B. Akkermans, *Ius Commune Casebooks for the Common Law of Europe. Cases, Materials and Text on Property Law*, Oxford and Portland Oregon: Hart Publishing 2012.

Van Esch 2010

R.E. van Esch, 'Het definitieve karakter van de afwikkeling van girale betalingen in faillissementssituaties en de Europese Finaliteitsrichtlijnen 1998 en 2009', *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2010, nr. 7/8, p. 200-206.

Fawcett 2005

A. Fawcett, 'The Financial Collateral Directive: an examination of some practical problems following its implementation in the UK', *Journal of International Banking Law and Regulation* 2005, vol. 20, nr. 6, p. 295-299.

Feltkamp 2005

R. Feltkamp, *Overdracht van schuldvorderingen*, Antwerpen-Oxford: Intersentia 2005.

Fikkers 1998

H.A.G. Fikkers, 'Herverpanding overwogen', *WPNR* 1998/6313, p. 301-307.

Fontaine & Van Der Haegen 2011

A. Fontaine & M.C.E.M. Van Der Haegen, 'Holding securities in the euroclear system', in: P. Zipp, A.J.P. Tillema, H.G. van Everdingen & W.A.K. Rank, *Koersen rondom Christel. Opstellen aangeboden aan prof. mr. drs. C.M. Grundmann-van de Krol ter gelegenheid van haar afscheid als wetenschappelijk adviseur bij NautaDutilh*, Deventer: Kluwer 2011.

Goldsworthy 2013

S. Goldsworthy, 'Taking possession and control to excess: issues with financial collateral arrangements under English law', *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law* 2013, vol. 28, nr. 2, p. 71-73.

Goode/Gullifer 2008

L. Gullifer, *Goode on Legal Problems of Credit and Security*, London: Sweet & Maxwell 2008.

Goode/Gullifer 2013

L. Gullifer, *Goode on Legal Problems of Credit and Security*, London: Sweet & Maxwell 2013.

De Graaf & Stegeman 2011

F.G.B. de Graaf & R.A. Stegeman, *Regulering van de otc-derivatenmarkten in de EU en de VS. Ontmanteling van de 'financiële massavernietigingswapens' of 'regulatory overkill'?* (preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht 2011), Deventer: Kluwer 2011.

Gullifer 2012

L. Gullifer, 'What should we do about Financial Collateral?', *Current Legal Problems* 2012, nr. 1, p. 377-410.

Gullifer & Payne 2011

L. Gullifer and J. Payne, *Corporate Finance Law: Principles and Policy*, Oxford and Portland Oregon: Hart Publishing 2011.

Hadding/Häuser, MünchKomm HGB 2014

W. Hadding & F. Häuser, 'Bankvertragsrecht', in: K. Schmidt (red.), *Münchener Kommentar zum Handelsgesetzbuch. Band 6*, München: Verlag C.H. Beck 2014.

Haentjens 2007

M. Haentjens, *Harmonisation of Securities Law. Custody and Transfer of Securities in European Private Law*, Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International 2007.

Haentjens (T&C Ondernemingsrecht & Effectenrecht) 2013

M. Haentjens, 'Commentaar Wge', in: J.M. van Dijk, A.F.J.A. Leijten & M.L. Lennarts (red.), *Tekst & Commentaar. Ondernemingsrecht en Effectenrecht*, Deventer: Kluwer 2013.

Heemskerk 2011

P. Heemskerk, 'De wet tot implementatie van de FZO-wijzigingsrichtlijn (2009/44/EG): zekerheid over zekerheid?', *MvV* 2011, nr. 5, p. 144-149.

Hellemans & Bogaerts 2012

F. Hellemans & S. Bogaerts, 'Pand op aandelen', in: F. Hellemans, V. Sagaert & R. Van Ransbeeck (red.), *Het Pand – Van een oude naar een moderne zekerheid*, Brugge: Die Keure 2012.

Herring & Cristea 2004

F. Herring & S. Cristea, 'Die Umsetzung der Finanzsicherheiten-Richtlinie und ihre Folgen für Kapitalanlagegesellschaften, deutsche Single-Hedgefonds und Prime Broker', *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht und Insolvenzpraxis* 2004, nr. 35, p. 1627-1636.

Hilliard 2013

L. Hilliard, 'Financial collateral arrangements: a lighter shade of Gray', *Corporate Rescue and Insolvency* 2013, nr. 4, p. 53-55.

Jansen 2007

R. Jansen, 'Kanttekening. Het juridische statuut van het gebruiksrecht van en de substitutie door de pandhouder in de wet financiële zekerheden', *Rechtskundig Weekblad* 2007, nr. 4, p. 164-167.

Jansen & Schuijling 2014

C.J.H. Jansen en B.A. Schuijling, 'De financiëlezekerheidsovereenkomst', in: A.S. Hartkamp, S.H. Sieburgh, L.A.D. Keus, J.S. Kortmann en M.H. Wissink (red.), *De invloed van het Europese recht op het Nederlandse privaatrecht. Bijzonder deel*, Deventer: Kluwer 2014, p. 481-498.

Jansen & Struycken (GS Vermogensrecht)

C.J.H. Jansen & T.H.D. Struycken, 'Commentaar art. 3:84 lid 3 BW', in: Jac. Hijma (red.), *De Groene Serie Privaatrecht. Vermogensrecht*, Deventer: Kluwer (losbl.).

Janssen 2008

J.F.M. Janssen, 'Is een extern werkende verhaalsvoorrang op een banksaldo op louter obligatoire grondslag mogelijk?' (bespreking van: R.M. Wibier, *Alternatieven voor zekerheid op bankrekeningen*, Deventer: Kluwer 2007), *WPNR* 2008/6759, p. 483-489.

Johansson 2010

E. Johansson, 'Reuse of financial collateral revisited', in: L. Gullifer & J. Payne (red.), *Intermediated securities: legal problems and practical issues*, Oxford and Portland Oregon: Hart Publishing 2010, p. 151-165.

Kanda e.a. 2012

H. Kanda, C. Mooney, L. Thevenoz, S. Beraud & T. Keijser, *Official commentary on the UNIDROIT Convention on Substantive Rules for Intermediated Securities*, Oxford: Oxford University Press 2012.

Keijser 2003

T.R.M.P. Keijser, 'De rechtspositie van de pandgever op de schopstoel. Het 'gebruiksrecht' van de Collateral Richtlijn beschouwd naar Nederlands en Duits recht', *NTBR* 2003/8, p. 432-442.

Keijser (red.) 2003

T.R.M.P. Keijser (red.), 'Report on a 'right of use' for collateral takers and custodians', Paper presented to the UNIDROIT Secretariat, Rome, juli 2003.

Keijser 2004

T.R.M.P. Keijser, 'De implementatie van de Europese Richtlijn betreffende financiëlezekerheidsovereenkomsten', *WPNR* 2004/6592, p. 761-771.

Keijser 2006

T.R.M.P. Keijser, *Financial Collateral Arrangements. The European Collateral Directive considered from a property and insolvency law perspective* (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 2006.

Keijser & Keijser 2008

T.R.M.P. Keijser & J.A.M.P. Keijser, *Financiële zekerheidsovereenkomsten*, Deventer: Kluwer 2008.

Keijser & Spath 2007

T.R.M.P. Keijser & J.B. Spath, 'Voor wat hoort wat?! De schijnbare substitutie van de Collateral Richtlijn', *NTBR* 2007/2, p. 55-63.

Keus 2010

L.A.D. Keus, *Europees privaatrecht (Monografieën BW, deel A30)*, Deventer: Kluwer 2010.

Kronke 2010

H. Kronke, 'Das Genfer UNIDROIT-Übereinkommen über materiellrechtliche Normen für intermediär-verwahrte Wertpapiere und die Reform des deutschen Depotrechts', *Wertpapiermitteilungen* 2010, nr. 35, p. 1625-1635.

Krzemiński 2013

K.J. Krzemiński, *Herverpanding* (diss. Rotterdam), Oisterwijk: Wolf Legal Publishers 2013.

Lebon 2010

C. Lebon, *Het goederenrechtelijk statuut van schuldvorderingen*, Antwerpen-Oxford: Intersentia 2010.

Van der Lely 2008

A.-J. van der Lely, 'Cash collateral. The implementation of the Collateral Directive in the Netherlands', in: E. Koops & W.J. Zwolve (red.), *The past and future of money*, Den Haag: Boom Juridische Uitgevers 2008, p. 169-176.

Lo Giudice 2010

Salvatore Lo Giudice, 'The EU framework for settlement finality: its past, present and future', *European Banking & Financial Law Journal* 2010, nr. 2, p. 181-242.

Löber & Klima 2006

K.M. Löber & E. Klima, 'The implementation of Directive 2002/47 on financial collateral arrangements', *Journal of International Banking Law and Regulation* 2006, vol. 21, nr. 4, p. 203-212.

Look Chan Ho 2011

Look Chan Ho, 'The Financial Collateral Directives Practice in England', *Journal of International Banking Law and Regulation* 2011, vol. 26, nr. 4, p. 151-173.

Luijks 2001

C.T.M. Luijks, 'Pandrecht op (het saldo van) een bankrekening', *WPNR* 2001/6465, p. 969-971.

De Marez 2006

D. de Marez, 'De Wet Financiële Zekerheden', *Tijdschrift voor Privaatrecht* 2006, nr. 2, p. 1101-1155.

McCormack 2003

G. McCormack, 'Security over shares – reform is in the air', *Insolvency Lawyer* 2003, nr. 3, p. 92-100.

McGrath 2011

N. McGrath, 'Control and the Financial Collateral Directive', *Common Law Practitioner* 2011, nr. 1, p. 3-7.

Meijer Timmerman Thijssen 2009

J. Meijer Timmerman Thijssen, 'De ontvankelijkheid van het Nederlandse privaatrecht voor invloeden uit de Anglo-Amerikaanse financieringspraktijk', *Contracteren* 2009, nr. 4, p. 123-140.

Meulman 2005

J. Meulman, 'Reactie. Een Europese barrière voor de Nederlandse implementatiewet?', *WPNR* 2005/6615, p. 248-251.

Mijnssen 1975

F.H.J. Mijnssen, 'Het voorstel tot regeling van giraal effectenverkeer', *NV* 1975, p. 199-211.

Mijnssen 2010

F.H.J. Mijnssen, *De rekening-courantverhouding, (Monografieën Privaatrecht, deel 15)*, Deventer: Kluwer 2010.

Oechseler, MünchKomm 2013

J. Oechseler, 'Kommentar zu Untertitel 1. Übertragung (§ 929 - § 936)', in: F.J. Säcker & R. Rixecker (red.), *Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch*, München: Verlag C.H. Beck 2013.

Paech 2010

P. Paech, 'Market needs as paradigm – breaking up the thinking on EU securities law', in: P.-H. Conac, U. Segna & L. Thévenoz (red.), *Intermediated securities: the impact of the Geneva Securities Convention and the future European legislation*, Cambridge: Cambridge University Press 2010, p. 22-64.

De Page 1953

H. de Page, *Traité élémentaire de droit civil Belge: principes – doctrine – jurisprudence. VI*, Bruxelles: Établissements Émile Bruylant 1953.

Palandt/Bassenge 2014

P. Bassenge (red.), *Palandt, Bürgerliches Gesetzbuch*, München: Verlag C.H. Beck 2014.

Parsons & Denning 2011

R. Parsons & M. Denning, 'Financial collateral – an opportunity missed', *Law and Financial Markets Review* 2011, nr. 5, p. 164-175.

Peeters 2005

I. Peeters, 'De Wet Financiële Zekerheden: netting, schuldvergelijking en overdracht tot zekerheid', *Bank- en Financieel Recht* 2005, nr. 3, p. 164-178.

Peeters 2011a

I. Peeters, 'De Wet Financiële Zekerheden. Verworvenheden en perspectieven mede in het licht van de gevolgen van de financiële crisis', in: Centrum voor Beroepsvervolmaking in de Rechten (red.), *C.B.R. Jaarboek 2010-2011*, Antwerpen, Cambridge: Intersentia 2011, p. 163-205.

Peeters 2011b

I. Peeters, 'Noot. Cessie tot zekerheid: een verrassend slot van de controverse', *Bank- en Financieel Recht* 2011, nr. 2, p. 123-126.

Peeters & Christiaens 2006

I. Peeters & K. Christiaens, 'De wet financiële zekerheden – een stap te ver of de aanloop naar een totaal vernieuwd zekerhedenrecht', *Tijdschrift voor Belgisch Handelsrecht* 2006, nr. 2, p. 170-207.

Pitlo/Reehuis e.a. 2012

W.H.M. Reehuis, A.H.T. Heisterkamp, G.E. van Maanen en G.T. de Jong, *Pitlo. Het Nederlands Burgerlijk recht. Deel 3. Goederenrecht*, Kluwer: Deventer 2012.

Raijmakers & Van Beek 2003

J.A.A.J. Raijmakers en B.M. van Beek, 'Financiële zekerheidsovereenkomsten', *Tijdschrift voor Effectenrecht* 2003, nr. 10, p. 183-192.

Rank 1996

W.A.K. Rank, *Geld, geldschuld en betaling* (diss. Leiden), Deventer: Kluwer 1996.

Rank 1997

W.A.K. Rank, 'Bewaring en administratie van effecten volgens Vabef I en Vabef II', in: W.A.K. Rank, E.M. van Ardenne-Stachiw en Ch.W.E. le Rûtte,

Bewaring en eigendom van effecten (preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht), Deventer: Kluwer 1997, p. 1-73.

Rank 1998a

W.A.K. Rank, *De (on)hanteerbaarheid van het Nederlandse recht voor de moderne financiële praktijk* (oratie Nijmegen), Deventer: Kluwer 1998.

Rank 1998b

W.A.K. Rank, 'Repo's en repowet: van de regen in de drup?', in: S.C.J.J. Kortmann, W.A.K. Rank, M.H.E. Rongen, G. van Solinge & H.L.E. Verhagen (red.), *Onderneming en effecten*, Deventer: W.E.J. Tjeenk Willink 1998, p. 371-418.

Rank 2001

W.A.K. Rank, 'Wat zijn effecten?', in: S.E. Eisma (red.), *Leerboek effectenrecht*, Ars Aequi Libri: Nijmegen 2001.

Rank 2002

W.A.K. Rank, 'EU Collateral Directive vastgesteld: zekerheid voor financiële zekerheidsovereenkomsten?', in: B.M. van Beek e.a. (red.), *Een bewezen bestaansrecht: lustrumbundel Vereniging voor Effectenrecht*, Deventer: Kluwer 2002, p. 319-328.

Rank 2009

W.A.K. Rank, 'OTC-derivaten in de kredietcrisis: de ISDA-documentatie als instrument van risicobeheersing', *Tijdschrift voor Financieel recht* 2009, nr. 2/3, p. 111-123.

Rank 2010

W.A.K. Rank, 'Repos and Securities Lending', in: M.C.A. van den Nieuwenhuijzen (red.), *Financial Law in the Netherlands*, Deventer: Kluwer 2010.

Rank (T&C Burgerlijk Wetboek) 2013

W.A.K. Rank, 'Commentaar Titel 7.2 BW. Financiëlezekerheidsovereenkomsten', in: J.H. Nieuwenhuis, C.J.J.M. Stolker en W.L. Valk (red.), *Tekst & Commentaar. Burgerlijk Wetboek*, Deventer: Kluwer 2013.

Rank-Berenschot 1998

E.B. Rank-Berenschot, 'Het Wge-aandeel: een recht op naam van eigen aard', in: S.C.J.J. Kortmann, W.A.K. Rank, M.H.E. Rongen, G. van Solinge, H.L.E. Verhagen (red.), *Onderneming en Effecten*, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1998, p. 149-167.

Rongen 2012

M.H.E. Rongen, *Cessie. Beschouwingen over kernthema's van de overdracht van vorderingen op naam tegen de achtergrond van de hedendaagse (internationale) financiële praktijk en securitisation in het bijzonder* (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 2012.

Sagaert 2003

V. Sagaert, *Zakelijke subrogatie*, Antwerpen-Oxford: Intersentia 2003.

Sagaert 2006

V. Sagaert, 'Praktische knelpunten van de Wet Financiële Zekerheden', in: H. Cousy & E. Dirix (red.), *Themis Insolventierecht*, Brugge: Die Keure 2006, p. 27-44.

Sagaert 2010

V. Sagaert, 'Noot onder Cass. 3 december 2010. De fiduciaire eigendomsoverdracht tot zekerheid (een beetje) gered', *Nieuw juridisch Weekblad* 2010, nr. 233, p. 835-836.

Sagaert 2013

V. Sagaert, 'De overlevingsstrijd van de fiduciaire eigendom naar Belgisch recht: de zekere crisis en de onzekere loutering', *NTBR* 2013/8, p. 70-77.

Sagaert 2014a

V. Sagaert, *Beginselen van Belgisch Privaatrecht. V. Goederenrecht*, Mechelen: Kluwer 2014.

Sagaert 2014b

V. Sagaert, 'The Acquis Communautaire in the Field of European Property Law', in: A.S. Hartkamp, C.H. Sieburgh, L.A.D. Keus, J.S. Kortmann & M.H. Wissink, *The influence of EU law on national private law. General Part*, p. 357-400.

Sagaert & Seeldrayers 2005

V. Sagaert & H. Seeldrayers, 'De Wet Financiële Zekerheden', *Rechtskundig Weekblad* 2004, nr. 39, p. 1521-1550.

Sagaert & Seeldrayers 2006

V. Sagaert & H. Seeldrayers, 'De Wet Financiële Zekerheden ontleed', in: Centrum voor Beroepsvervolmaking in de Rechten (red.), *C.B.R. Jaarboek 2005-2006*, Antwerpen: Maklu 2006, p. 409-473.

Van Schilfgaarde 2014

E. van Schilfgaarde, 'Best practices in de Nederlandse opiniepraktijk', *WPNR* 2014/7034, p. 940-949.

Schim 2006

B.F.L.M. Schim, *Giraal effectenverkeer en goederenrecht* (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 2006.

Schimansky/Bunte/Lwowski/Bunte 2011

H.-J. Bunte, 'Kommentar zu §§ 2, 4-25, 140-142', in: H. Schimansky, H.-J. Bunte & H.-J. Lwowski (red.), *Bankrechts-Handbuch*, München: Verlag C.H. Beck 2011.

Schimansky/Bunte/Lwowski/Ganter 2011

H.G. Ganter, 'Kommmentar zu §§ 90, 95, 96', in: H. Schimansky, H.-J. Bunte & H.-J. Lwowski (red.), *Bankrechts-Handbuch*, München: Verlag C.H. Beck 2011.

Schimansky/Bunte/Lwowski/Jahn 2011

U. Jahn, 'Kommmentar zu §§ 27, 114, 114a', in: H. Schimansky, H.-J. Bunte & H.-J. Lwowski (red.), *Bankrechts-Handbuch*, München: Verlag C.H. Beck 2011.

Schlaegel 2008

M. Schlaegel, *Die Finanzsicherheiten-Richtlinie (2002/47/EG) und ihre Umsetzung in das Deutsche Recht* (diss. Jena), Frankfurt am Main: Peter Lang Internationaler Verlag der Wissenschaften 2008.

Schrans & Steennot 2003

R. Steennot & G. Schrans, *Algemeen deel van het financieel recht*, Antwerpen-Oxford: Intersentia 2003.

Seeldrayers 2003

H. Seeldrayers, 'De Europese Richtlijn inzake zekerheidsovereenkomsten – krachtlijnen en artikelsgewijze commentaar', *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2003, nr. 1, p. 337-364 en 420-443.

De Serrière 2004

V.P.G. de Serrière, 'De financiëlezekerheidsovereenkomst: een nieuwe ster aan ons goederenrechtelijk firmament', *Ondernemingsrecht* 2004, nr. 3, p. 68-71.

Van Setten 2003

L.D. van Setten, 'Verhaalszekerheid ter zake van de nakoming van verplichtingen uit kapitaalmarkttransacties', in: J.H. Dalhuisen en L.D. van Setten, *Zekerheid in roerende zaken en rechten* (preadvies van de Vereniging 'Handelsrecht' 2003), Deventer: Kluwer 2003.

Sharp 2004

A. Sharp, 'The Collateral Directive – a new way of thinking about security', *Insolvency Intelligence* 2004, nr. 10, p. 145-148.

Sigman & Kieninger 2007

H.C. Sigman & E.-M. Kieninger, 'Introduction', in: H.C. Sigman & E.-M. Kieninger (red.), *Cross-border security over tangibles*, München: Sellier 2007, p. 3-56.

Silverentand e.a. 2013

L.J. Silverentand e.a., *Hoofddlijnen Wft*, Kluwer: Deventer 2013.

Snijders 2005

H.J. Snijders, 'Redactioneel. Wetgever, heb mededogen met ons Burgerlijk Wetboek, ook bij financiëlezekerheidsovereenkomsten', *NTBR* 2005/3, p. 91.

Snijders/Rank-Berenschot 2011

H.J. Snijders & E.B. Rank -Berenschot, *Goederenrecht*, Kluwer: Deventer 2011.

Staudinger/Wiegand 2009

W. Wiegand (red.), *J. von Staudingers Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch mit Einführungsgesetz und Nebengesetzen, Buch 3: Sachenrecht, §§ 1204-1296, §§ 1-84 SchiffsRG*, München: Sellier 2009.

Stein (GS Vermogensrecht)

P.A. Stein, 'Commentaar titel 3.9 BW', in: Jac. Hijma (red.), *De Groene Serie Privaatrecht. Vermogensrecht*, Deventer: Kluwer (losbl.).

Storme 1997

M.E. Storme, 'Noot onder Cass. 17 oktober 1996. Zekerheidsoverdracht, numerus clausus van zakelijke rechten en andere zekerheidsmechanismen na het cassatie-arrest van 17 oktober 1996', *Rechtskundig Weekblad* 1997, p. 1395-1403.

Storme 2006

M.E. Storme, 'Juridische stellagebouw die het zicht op Europa belet, geïllustreerd aan de hand van de bezitsverschaffing van financiële activa', *Tijdschrift voor privaatrecht* 2006, nr. 3, p. 1249-1262.

Struycken 2007

T.H.D. Struycken, *De numerus clausus in het goederenrecht* (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 2007.

Veder 2009

P.M. Veder, 'Alternatieven voor zekerheid op bankrekeningen: proefschrift van mr. R.M. Wibier', *MvV* 2009, nr. 1, p. 22-24.

Vereecken & Nijenhuis 2003

M. Vereecken & A. Nijenhuis, *Settlement finality in the European Union: the EU directive and its implementation in selected jurisdictions*, Deventer: Kluwer 2003.

Verhagen & Schuijling (Sdu Commentaar Vermogensrecht) 2010

H.L.E. Verhagen & B.A. Schuijling, 'Commentaar op Titel 7.2 BW. Financiële zekerheidsovereenkomst', in: A.I.M. van Mierlo, T. Hartlief & R.L.P.L. Tjittes (red.), *Sdu Commentaar Vermogensrecht*, 's-Gravenhage: Sdu Uitgevers 2010.

Verstijlen 2005

F.M.J. Verstijlen, 'Van feo naar fzo (via Brussel)', *Ondernemingsrecht* 2005, nr. 3, p. 68-71.

Verstijlen 2006

F.M.J. Verstijlen, 'Paritas creditorum, voorrang en preferentie', *Tijdschrift voor Privaatrecht* 2006, nr. 2, p. 1157-1228.

Verstijlen 2007

F.M.J. Verstijlen, 'Should we stay or fzo?', *NJB* 2007, nr. 18, p. 1115-1116.

Van Vliet 2005

L.P.W. van Vliet, 'De financiële zekerheidsovereenkomst: een tussenbalans', *NTBR* 2005/5, nr. 34, p. 190-204.

Van Vliet 2008

L.P.W. van Vliet, 'De kredietcrisis en de financiële zekerheidsovereenkomst. Repurchase agreements, securities lending en margin accounts', *NTBR* 2008/10, nr. 53, p. 426-431.

Van Vliet 2011

L.P.W. van Vliet, 'Het faillissement van de zekerheidsnemer: hoe sterk is de vordering van de zekerheidsgever tot vergoeding van de overwaarde bij executie?', *NTBR* 2011/3, p. 15-23.

Van Vliet 2013

L.P.W. van Vliet, 'Hoofdstuk 3: financiële zekerheidsovereenkomsten', in: B. Wessels & A.J. Verheij, *Bijzondere overeenkomsten*, Deventer: Kluwer 2013, p. 59-92.

Wessels 2006

B. Wessels, 'Insolvency Law', in: J.M. Smits (red.), *Elgar Encyclopedia of Comparative Law*, London: Edgar Elgar 2012, p. 383-407.

Van 't Westeinde 2009

M.G. van 't Westeinde, 'Wijziging van de Richtlijn financiële zekerheidsovereenkomsten: nieuwe ronde, nieuwe kansen!', *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2009, nr. 10, p. 380-385.

Wibier 2006

R.M. Wibier, 'De financiële zekerheidsovereenkomst: verkeerde implementatie van een Richtlijn en een smet op het Burgerlijk Wetboek!', *WPNR* 2006/6667, p. 393-399.

Wibier 2007

R.M. Wibier, *Alternatieven voor zekerheid op bankrekeningen* (diss. Tilburg), Deventer: Kluwer 2007.

Wibier 2008

R.M. Wibier, 'Reactie. Reactie op "Covered bonds en het fiduciaverbod" van prof. mr. A.F. Salomons en mw. mr. M.G. van 't Westeinde in WPNR (2008) 6758', *WPNR* 2008/6769, p. 715-717.

Wibier 2009

R.M. Wibier, 'Financial collateral in the Netherlands, England and under the EU Collateral Directive: traditional and novel ways of taking security over cash and

securities', *Journal of International Banking Law and Regulation* 2009, vol. 24, nr. 8, p. 388-411.

Wibier 2011

R.M. Wibier, 'Opties en derivaten in het vermogensrecht', in: S.E. Bartels, A.J. Verdaas, R.J. van der Weijden (red.), *Effecten en Vermogensrecht*, Deventer: Kluwer 2011, p. 323-339.

Wibier 2014

R.M. Wibier, 'Elektronisch handelsrecht: geld, financiering en zekerheden', *NTHR* 2014, nr. 2, p. 61-67.

Von Wilmowsky 2009

P. von Wilmowsky, 'Europäisches Kreditsicherungsrecht', in: P. Derleder, H.G. Bamberger & K.-O. Knops, *Handbuch zum deutschen und europäischen Bankrecht*, Berlin, Heidelberg: Springer 2009, p. 2221-2242.

Winter 1989

J.W. Winter, 'Verpanding van een rekening-courant-saldo aan de debiteur van het saldo', *WPNR* 1989/5902 en 5903, p. 57-60 resp. 73-76.

Wood 2007a

P.R. Wood, *Comparative Law of Security Interests and Title Finance*, London: Sweet & Maxwell 2007.

Wood 2007b

P.R. Wood, *Set-off and Netting, Derivatives, Clearing Systems*, London: Sweet & Maxwell 2007.

Zebregs 2013

B.J.A. Zebregs, *Effecten en derivatenclearing*, NIBE-SVV, Amsterdam: 2013.

Zwalve 2006

W.J. Zwalve, *Hoofdstukken uit de geschiedenis van het Europese privaatrecht. I Inleiding en zakenrecht*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2006.

Trefwoordenregister

(De nummers verwijzen naar de paragrafen)

0

00:00-uur regel 3.2, 3.4, 3.6

A

Account bank 2.2.2

Attachment 5.2.4.2

B

Banken 1.1, 2.3.2.2,
2.3.3.1, 4.3.1.4

Bepaalbaarheidsvereiste 4.3.1.6

Beperkt zekerheidsrecht 2.2.1

– Totstandkoming naar Belgisch recht 5.2.1

– Totstandkoming naar Duits recht 5.2.2

– Totstandkoming naar Nederlands recht 5.2.3

– Totstandkoming naar Engels recht 5.2.4

– Totstandkoming volgens de UCC 6.4.4

Bezitsverschaffing 5.2.2.2

Bijschrijving *Zie* overboeking van effecten

C

Central Counterparty 2.3.4.2.2, 4.3.1.4

Centrale banken 1.1, 2.3.2.2, 4.3.1.4

Cessieretrocessieovereenkomst *Zie repurchase agreement*

Close-out-netting 2.3.2.4, **3.4**, 3.6

Conflictenrecht 1.1, 3.2, 3.4, 3.6

Contanten *Zie* geld

Control 5.2.4.3, 6.4.4

– In de UCC 6.4.4

– In het Engelse recht 5.2.4.3

Controlevereiste 4.3.1.5, **6.2**, 9.4.2

– Implementatie van het controlevereiste 6.3

– Interpretaties van het controlevereiste 6.3.5

– Richtlijnconforme interpretatie 6.4

– Verificatiefunctie 6.4.5

– Zekerheidsfunctie 6.4.5

D

Dematerialisatie	2.2.3.2.2
Derdenzekerheid	4.4.1
Derivatenovereenkomst	1.1, 2.3.4 , 4.3.1.2
– Future	2.3.4.1
– ISDA Master Agreement	2.3.4.2.2
– ISDA Credit Support Documents	2.3.4.2.2, 7.2.3
– OTC-derivaten	1.1, 2.3.4.2.2
– Op de beurs verhandelbare derivaten	2.3.4.2.1
– Optie	2.3.4.1
– Swap	2.3.4.1

E

ECB	1.1, 2.3.2.2, 4.3.1.4
Effecten	2.2.3, 4.3.1.3
– aan toonder	2.2.3.2.1
– op naam	2.2.3.2.1
– in de zin van de Collateral Richtlijn	2.2.3.3
– activa in de vorm van giraal overdraagbare effecten	2.2.3.2.2
EMIR	2.3.4.2.2
<i>Equity of redemption</i>	5.2.4.1, 7.3.4, 8.4.4.1
Erkenningsclausule	3.7
Eurosysteem	1.1, 2.3.2.2, 2.5

F

Fiduciaire overdracht <i>Zie</i> overdracht tot zekerheid	
Finaliteit	3.2
Finaliteitsrichtlijn	3.2
<i>Financial collateral arrangement</i>	4.4.2
– <i>Security financial collateral arrangement</i>	8.6.4.1
– <i>Title transfer financial collateral arrangement</i>	8.6.4.1
Financieelzekerheidsarrangement	1.4, 4.4
– Grensoverschrijdend financieelzekerheidsarrangement	1.1, 4.3.1.7
– Tot overdracht	4.4.1, 8.6
– Tot vestiging van een pandrecht	4.4.1, 8.6
Financiële instelling	4.3.1.4
Financiële marktpartijen	1.1, 2.3.1, 4.3.1.4
Financiële zekerheidsovereenkomst	
<i>Zie</i> financieelzekerheidsarrangement	
<i>Finanzsicherheit</i>	4.4.1
<i>Floating Charge</i>	5.2.4.3
Formaliteiten(verbod)	3.4, 3.6, 5.3

G

Gebruiksrecht	3.4, 3.6, 7.4 , 9.4.1
– Implementatie van het gebruiksrecht	7.7
– Gevolgen van uitoefening van het gebruiksrecht	7.5, 7.6
Geld	2.2.2, 4.3.1.3
Geldmarktdeposito's	2.2
Geldmarktinstrumenten	2.2.3.3
Gelijkwaardige activa	7.4.3, 7.7.4.5
Girale activa	1.1, 2.2.2, 2.2.3

H

Harmonisatie	1.3, 3.3, 3.6, 9.5
Herverpanding	7.3.1, 7.3.3

I

ICBE	1.1, 2.2.3.3, 4.3.1.4
– Rechten van deelneming in ICBE's	2.2.3.3
Immobilisatie	2.2.3.2.2
Insolventierecht	1.1, 3.2, 3.4, 3.6
Insolventierisico	2.2.1, 7.5, 8.2
Intermediair	2.2.3.2.1, 2.2.3.2.2
<i>Intermediary risk</i>	2.2.3.2.1

K

Kapitaaleisen	2.2.1
Kredietvorderingen	1.3, 2.5 , 4.3.1.3

L

<i>Legal opinion</i>	1.1, 2.3.2.3
----------------------	--------------

M

<i>Margin maintenance</i>	2.3.2.4, 3.4 , 3.6, 6.2.1
Mededeling	5.2.1.1, 5.2.2.1, 5.2.3.1, 5.2.4.2.1, 5.4.2, 5.4.3, 5.4.4, 6.3.1, 6.3.3, 6.3.4, 6.4.5
Minimum-/maximumharmonisatie	4.3.2.6, 6.3.1
<i>Mortgage</i>	5.2.4.1 , 8.2, 8.4.4.1, 8.5, 8.6.4.1

O

Oneigenlijk pandrecht	7.3.2, 7.3.3
Opt-outmogelijkheid	2.2.3.3, 2.5, 4.3.1.4
Overboeking	6.2.2, 6.4.4, 6.4.5

- Van geld 5.2.2.1, 5.2.3.1, 5.2.4.1, 6.2.2, 6.3.1, 6.4.5
- Van effecten 5.2.1.2, 5.2.2.2, 5.2.3.2, 5.2.4.2.2, 6.2.1, 6.2.2, 6.4.5
- Overdracht tot zekerheid **2.2.1**, 3.4, 3.6
- Fiduciaire overdracht 8.4.1.1, 8.4.3.1, 8.5, 8.6.3.1, 9.3.3
- *Outright transfer* 2.3.2.4, 5.2.4.4, 8.4.4.1
- *Security transfer of ownership* Zie *mortgage*
- *Sicherungsübertragung* 8.4.2.2, 8.4.2.3, 8.5
- *Uneingeschränkte Vollrechtsübertragung* 8.4.2.4, 8.5
- Van girale activa naar Belgisch recht 5.2.1, 8.4.1
- Van girale activa naar Duits recht 5.2.2, 8.4.2
- Van girale activa naar Nederlands recht 5.2.3, 8.4.3
- Van girale activa naar Engels recht 5.2.4, 8.4.4

- P**
- Pandrecht Zie beperkt zekerheidsrecht
- Perfection (requirements)* 5.2.4.3, 9.3.1
- PRIMA-regel 3.6, 9.5
- Prime brokerage agreements* 7.2.2
- Publiciteit 5.2.1.2, 6.4.3, 9.2.3

- R**
- Recharacterisation risk* 8.3, 8.4.4.2, 8.4.4.3, 9.3.3
- Recht op restitutie van de overwaarde
- Zie margin maintenance*
- Registratie 5.2.4.3, 6.4.3
- Repo Zie *repurchase agreement*
- Repurchase agreement* 1.1, 2.3.2, 4.3.1.2
- Gestandaardiseerde raamovereenkomsten voor *repurchase agreements* 2.3.2.3
- Global Master Repurchase Agreement 2.3.2.4
- Partijen bij een *repurchase agreement* 2.3.2.2
- Retrocessieovereenkomst Zie *repurchase agreement*
- Richtlijn 1.2, 3.5
- Richtlijnconforme interpretatie 6.3, 7.6.4

- S**
- Schriftelijkheidsvereiste 4.3.1.6
- Securities lending agreement* 1.1, **2.3.3**, **2.3.3.1**, 4.3.1.2

– Partijen bij een <i>securities lending agreement</i>	2.3.3.1
– Gestandaardiseerde raamovereenkomsten voor <i>securities lending agreements</i>	2.3.3.2
– Global Master Securities Lending Agreement	2.3.3.2
Substitutie van onderpand	2.3.2.4, 3.4, 3.6, 6.2.1
Systeemrisico	3.3.3
T	
Toe-eigening	3.6
Toepassingsbereik	
– Personeel toepassingsbereik	4.3.1.4, 4.3.2
– Van de Collateral Richtlijn	4.3.1
– Van de implementatiewetgeving	4.3.2
<i>Trust</i>	2.2.3.2.1, 5.2.4.2.2, 2.2.3.2.2, 7.7.4.2
U	
Uitwinning	3.4, 3.6
V	
Verordening	1.2, 3.5
Verrekenen	3.4, 7.4.5, 7.7.1, 7.7.3.1
Verzekeraars	1.1, 2.3.2.2, 2.3.3.1, 4.3.1.4
Voorrecht	7.7.3.2.2
Z	
Zakelijke zekerheden	3.2
Zakelijke-zekerheidsovereenkomst	4.4.1
Zekerheid	2.2.1, 4.3.1.2
– In het kader van monetaire beleidsoperaties	1.1, 2.5, 3.2
– Op kredietvorderingen	2.5
– Op girale activa	2.3
– Probleempunten bij zekerheid op girale activa	3.4
Zekerheidsoverdracht <i>Zie</i> overdracht tot zekerheid	

Curriculum vitae

Jael Diamant (1985) behaalde in 2003 haar gymnasiumdiploma aan het Rijnlands Lyceum te Oegstgeest en begon in hetzelfde jaar met haar studie Nederlands recht aan de Universiteit Leiden. Gedurende twee jaar was zij student-assistent Romeins recht bij prof. mr. W.J. Zwolve. In het najaar van 2008 studeerde zij af aan de Leidse Faculteit der Rechtsgeleerdheid in de studierichting privaatrecht. Aansluitend studeerde zij aan de Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg (Duitsland). In de zomer van 2010 behaalde zij aan die universiteit de graad van *LL.M. in Rechtswissenschaften*. Sinds augustus 2010 is zij werkzaam als docent/onderzoeker aan Tilburg University, afdeling privaatrecht. In het kader van haar promotieonderzoek verbleef zij in 2012 twee maanden aan het Instituut voor Goederenrecht van de KU Leuven (België). Per 1 februari 2015 treedt zij in dienst bij NautaDutilh, waar zij werkzaam zal zijn in de sectie *Financial Services, Derivatives & Regulatory*.

Serie-overzichten RECHT EN PRAKTIJK + subseries

Recht en Praktijk - Informatie- en Communicatietechnologie

ICT1. J. Borking, Privacyrecht is code

ICT2. H. Struik, P.C. van Schelven, en W.A.J. Hoorneman, Softwarerecht

ICT3. E.W. Verhelst, Recht doen aan Privacyverklaringen

ICT4. Prof. mr. S. van der Hof, prof. mr. A.R. Lodder en prof. mr. G.J. Zwenne (red.), Recht en computer

Recht en Praktijk - Insolventierecht

Onder redactie van prof.mr. B. Wessels, prof.mr. N.E.D. Faber en mr.drs. C.M. Harmsen

InsR1. R.J. de Weijs, Faillissementspauliana, Insolvenzanfechtung & Transaction Avoidance in Insolvencies

InsR2. A.J. Berends, Insolventie in het internationaal privaatrecht – 2e druk

InsR3. T.T. van Zanten, De overeenkomst in het insolventierecht

InsR4. P.R.W. Schaink, Arbeidsovereenkomst en insolventierecht

InsR5. A.J. Noordam (red.), Schuldsanering (ex-)ondernemers

Recht en Praktijk - Intellectuele Eigendom

IE1. S.J. Schaafsma, Intellectuele eigendom in het conflictrecht

Recht en Praktijk - Ondernemingsrecht

Onder redactie van prof.mr. W.J.M. van Veen en mr. J.A.M. ten Berg

ONR1. W.J.M. van Veen en J.W. Bellingwout, De Arubaanse vennootschap met beperkte aansprakelijkheid (VBA)

ONR2. H. de Groot, Bestuurdersaansprakelijkheid - 5e druk

ONR3. W.J.M. van Veen (red.), De Europese naamloze vennootschap (SE) – 2e druk

ONR4. F.K. Buijn en P.M. Storm, Ondernemingsrecht. BV en NV in de praktijk

ONR5. M.Y. Nethe, Ontbinding en vereffening van rechtspersonen

ONR6. W.W. de Nijs Bik, De Structuurvennootschap, Bestuur, toezicht en corporate governance

Recht en Praktijk - Personen- en Familierecht

PFR1. L.H.M. Zonnenberg, Het verrekenbeding

PFR2. B. Breederveld, De aangepaste gemeenschap van goederen in verband met echtscheiding

PFR3. Th.M. de Boer en F. Ibili, Nederlands internationaal personen- en familierecht - Wegwijzer voor de rechtspraktijk

PFR4. J.A.M.P. Keijser, Handleiding bij scheiding

PRF5. P.A.W. Kuijper, Een nieuwe visie op de afstamming

Recht en Praktijk – Staats- en Bestuursrecht

- SB1. M.K.G. Tjepkema, Nadeelcompensatie op basis van het égalitébeginsel
- SB2. Willem Braams, Arjen van Rijn, Martijn Scheltema (red.), Klimaat en recht
- SB3. M. Schreuder-Vlasblom, Rechtsbescherming en bestuurlijke voorprocedu-
re
- SB4. R. Ortlep, De aantasting van stabiele bestuursrechtelijke rechtsvaststel-
lingen in het licht van het Unierecht
- SB5. J.H.G. van den Broek, Omgevingsrecht
- SB6. J.E. van den Brink, De uitvoering van Europese subsidieregelingen
- SB7. J.A.M. van Angeren, De gewone rechter en de bestuursrechtspraak
- SB8. J.E.F.M. den Drijver-van Rijckvorsel, M. Rus-van der Velde, A.W. van
Engen, F.A. Mulder, Onteigening

Recht en Praktijk – Contracten- en Aansprakelijkheidsrecht

- Onder redactie van prof. mr. R.P.J.L. Tjittes, mr. R.J.Q. Klomp
- CR1. B. Wessels, R.H.C. Jongeneel, M.L. Hendrikse, Algemene voorwaarden
- CR2. B. Wessels, T.H.M. van Wechem, Contracteren in de internationale
praktijk
- CR3. A.H. Lamers, Contracteren door intermediairs in de muziekindustrie
- CR4. C.M.D.S. Pavillon, Open normen in het Europees consumentenrecht
- CA5. K.J.O. Jansen, Informatieplichten
- CA6. P.S. Bakker, Redelijkheid en billijkheid als gedragsnorm
- CA7. F.A. van Tilburg, Effecten van civielrechtelijke aansprakelijkheid op
openbare-ordebeleid
- CA8. B.M. Pajmans, De zorgplicht van scholen
- CA9. R.I.V.F. Bertrams, S.A. Kruisinga, Overeenkomsten in het internationaal
privaatrecht en het Weens Koopverdrag
- CA10. R.J.B. Boonekamp, Onrechtmatige daad in groepsverband

Recht en Praktijk – Vastgoedrecht

- VG1. B.A.M. Janssen, Wie heeft de leiding?
- VG2. D.L. Rodrigues Lopes, Pacht
- VG3. M.F.A. Evers, Huurrecht bedrijfsruimten
- VG4. H.J. Rossel, Huurrecht algemeen
- VG5. D.L. Rodrigues Lopes, Eigendom en beperkte rechten
- VG6. D.L. Rodrigues Lopes, Landinrichting
- VG7. A. van Heeswijck, Rechtsbescherming van ondernemers in aanbestedings-
procedures

Recht en Praktijk – Verzekeringsrecht (voorheen Serie Verzekeringsrecht)

- Onder redactie van prof. mr. J.H. Wansink en prof. mr. N. van Tiggele - van der
Velde
- VR1. M.L. Hendrikse, J.G.J. Rinkes, Juridische aspecten van elektronisch
verzekeren
- VR2. M.L. Hendrikse, Ph.H.J.G. van Huizen, J.G.J. Rinkes, Verzekeringsrecht
praktisch belicht
- VR3. W.M.A. Kalkman, De overeenkomst van levensverzekering

Recht en Praktijk

Verschenen delen onder redactie van prof. mr. R.P.J.L. Tjittes

- | | |
|---|---|
| 1. Bedrijfsopvolging in de middenstand | 26. Overheidsvergunning en Onrechtmatige daad |
| 2. Bedrijfsopvolging in de landbouw | 27. Consumentenrecht |
| 3. Opvolging in het vrije beroep | 28. De handelsnaam |
| 4. Familierechtelijke betrekkingen | 29. Kringen van belanghebbenden |
| 5. Samenwerkingsvormen in landbouw en middenstand | 30. Handleiding Hinderwet |
| 6. Bouw- en woningrecht | 31. Pacht |
| 6a. Beheer en bemiddeling bij onroerend goed | 32. De directeur, bestuurder en werknemer |
| 6b. Huurrecht bedrijfsruimten | 33. Vervoerrecht |
| 6c. Huurprijzenwet woonruimten | 34. Huurbescherming bij woonruimte |
| 7a. Zekerheidsrechten (hypotheek) | 35. Kopers en economische eigenaars van onroerend goed |
| 7b. Zekerheidsrechten (pand en borgtocht) | 36. Recht en computer |
| 8. Wet op het consumentenkrediet | 37. Het nieuwe BW in 400 trefwoorden |
| 9. De Kamers van Koophandel in de praktijk | 38. Exoneratieclausules |
| 10a. Het kort geding (A. Algemeen deel) | 39. Overdracht van een onderneming |
| 10b. Het kort geding (B. Bijzonder deel) | 40. Bescherming van het uiterlijk van produkten |
| 11. Het nieuwe merkenrecht | 41. Het eigendomsvoorbehoud |
| 12. De kantonrechter (Burgerlijke Zaken) | 42. Auteursrecht |
| 13. Burenrecht, mandeligheid, erfdienstbaarheden | 43. De betaalcheque |
| 14. Kansspelen en cadeau-acties | 44. De commissaris, aanbevolen gedragsregels |
| 15. Collectief ontslag | 45. Het Nederlandse arbitragerecht |
| 16. Schade- en sommenverzekeringsrecht | 46. Alimentatierekenen |
| 17. De gerechtsdeurwaarder | 47. Arbeidsverhoudingen in het Nederlands IPR |
| 18. De surséance van betaling en het akkoord | 48. De commanditaire vennootschap in de praktijk |
| 19. Bestemmingsplan en privaatrecht | 49. Retentierecht |
| 20. Overzicht van het Nederlandse milieurecht | 50. Produktaansprakelijkheid |
| 21. Handleiding bij scheiding | 51. De achtergestelde vordering in het bijzonder de achtergestelde lening |
| 22. Onteigening | 52. Algemene voorwaarden getoetst |
| 23. BV en NV | 53. Schenking |
| 24. Vergoeding van verkeersschade | 54. Voordeelstoerekening |
| 25. Het Nieuwe Verenigingsrecht | 55. De agentuurovereenkomst |
| | 56. Onrechtmatige daad in groepsverband volgens NBW |

57. Aansprakelijkheid voor de tenuitvoerlegging van vernietigde of terzijde gestelde rechterlijke beslissingen
58. Dwaling, in het bijzonder bij koop van onroerend goed
59. Kadaster, openbare registers en derden-bescherming
60. Overgangsrecht nieuw Burgerlijk Wetboek
61. De nieuwe civiele kantongerechtsprocedure
62. Recht en reclame
63. Franchising
64. De mededelingsplicht in de onderhandelingsfase
65. Onderhandelen en privaatrecht
66. Herziening scheidingsprocesrecht
67. Bestuurdersaansprakelijkheid
68. Recht en elektronische handel
69. Bevrijdende verjaring
70. Rechtsverwerking in drievoud
71. Bestuur en toezicht
72. Buiten-contractuele aansprakelijkheid bodemverontreiniging
73. Grenzen aan het stakingsrecht
74. Contracteren in de internationale praktijk
75. Privacyregulering in theorie en praktijk
76. Ontbinding
77. De hoedanigheid van contractpartijen
78. Verhoogd gevaar in het aansprakelijkheidsrecht
79. Verzekering en aansprakelijkheid
80. De toezegging in het privaatrecht
81. Kollektieve akties in het privaatrecht
82. Gerechtelijke bewaring
83. Vrij verkeer van vonnissen
84. Enige beschouwingen over zinnvol commissariaat
85. Moderne biotechnologie en recht
86. Softwarerecht
87. Surséance van betaling
88. Aansprakelijkheid voor gevaarlijke stoffen
89. De vereniging in de praktijk
90. Milieuschade en financieel ver slag
91. Dwaling bij de totstandkoming van overeenkomsten
92. Contracteren in de internationale praktijk/Deel II
93. Verrekening
94. Geld, geldschuld en betaling
95. Bank & Aansprakelijkheid
96. Insolventie en rechtspersoon
97. Levering van roerende zaken van roerende zaken door middel van zakenrechtelijk waardepapier
98. Aansprakelijkheidsverzekering op claims made grondslag
99. Onverschuldigde betaling
100. De Wet op de Europese ondernemingsraden
101. Het Haagse Trustverdrag
102. Contracteren in de internationale praktijk/Deel III
103. Privaatrechtelijk kostenverhaal door de overheid
104. Distributieovereenkomsten
105. Actio Pauliana en onrechtmatige daadvordering
106. Sponsoring van verenigingen en stichtingen
107. Passieve legitimatie uit cognosement
108. Handboek handelsregister
109. De commissionair in effecten
110. Schade en loss occurrence-verzekeringen
111. Gids geregistreerd partnerschap
112. Toerekening van een onrechtmatige daad
113. Productaansprakelijkheid
114. Vermogensrecht voor ongehuwde samenlevers
115. Richtlijnconforme interpretatie van burgerlijk recht

116. Het kort geding in internationaal perspectief
117. Scheepsvoorrechten
118. Nieuwe risico's en vragen van aansprakelijkheid en verzekering
119. Notariële aansprakelijkheid
120. Garanties in de rechtspraktijk
121. Natrekking, vermenging en zaaksvorming
122. Juridische aspecten van geografische aanduidingen
123. Samenloop van CMR-Verdrag en EEX-Verordening
124. Grenzen van rechtsobjecten
125. Regres
126. Onoverdraagbaarheid van vorderingen krachtens partijbeding
127. Schadebeperkingsplicht
128. De rechtsverhouding tussen procespartijen
129. Capita Zeerecht
130. De Europese naamloze vennootschap (SE)
131. Het verschoningsrecht van getuigen in civiele zaken
132. Toezicht en aansprakelijkheid
133. Insolventie in het internationaal privaatrecht
134. Contractdwang
135. Het wijzigen van overeenkomsten en de werking van redelijkheid en billijkheid
136. Aansprakelijkheid voor zelfstandige hulppersonen
137. Nieuw verzekeringsrecht praktisch belicht
138. Het civiele hoger beroep
139. Goederen met negatieve waarde in het Nederlandse vermogensrecht
140. Zorgplichten in de effectenhandel
141. Exoneraties in (ICT-)contracten tussen professionele partijen
142. Mobiliteit van goederen in het IPR
143. Algemene voorwaarden
144. Contractsoverneming
145. Onrechtmatige overheidsbesluiten
146. De positie van het zeeschip in het internationaal privaatrecht
147. De Europese coöperatieve vennootschap (SCE)
148. Gewogen rechtsmacht in het IPR
149. De overeenkomst van Internet Service Providers met consumenten
150. Toegang tot het recht bij massaschade
151. Ontbinding, schadevergoeding en nakoming
152. Toepasselijkheid van algemene voorwaarden
153. Levering van roerende zaken
154. De afkoelingsperiode in faillissement
155. Huurrecht algemeen
156. Staatsaansprakelijkheid wegens schending van Europees Gemeenschapsrecht
157. De kwaliteitsrekening
158. Alternatieven voor zekerheid op bankrekeningen
159. Forumkeuze in het Nederlandse internationaal privaatrecht
160. Wsnp en goede trouw
161. Conformiteit bij koop
162. De bevrijdende verjaring
163. IPR-bewijsrecht en bewijsverkrijging
164. Schadevaststelling en de rol van de deskundige
165. Het deskundigenadvies in de civiele procedure
166. De gewone rechter en de bestuursrechtspraak
167. De grenzen van het recht op nakoming

- | | |
|--------------------------------------|--|
| 168. Sport en Mededingingsrecht | 173. Afgebroken onderhandelingen en het gebruik van voorbehouden |
| 169. Van geschil tot oplossing | |
| 170. Bedrijfsovername en milieurecht | 174. Privaatrechtelijke handhaving van mededingingsrecht |
| 171. De Wbp en de vennootschap | |
| 172. Onrechtmatige wetgeving | |